

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ
EXCLUSIVE NETWORKS INITIÉE PAR**

ETNA FRENCH BIDCO



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 16 janvier 2025, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Finexsi, représenté par M. Christophe Lambert, agissant en qualité d'expert indépendant, est reproduit en Section 9 (*Rapport de l'expert indépendant en application de l'article 261-1 du RGAMF*) du Projet de Note en Réponse.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet d'Exclusive Networks (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Exclusive Networks situé au 20, quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France.

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Exclusive Networks sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre.

Un communiqué de presse sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
2.1.	Contexte et motifs de l'Offre	5
2.2.	Présentation de l'Initiateur	6
2.3.	Déclarations de franchissement de seuils et d'intention de l'Initiateur	7
2.4.	Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois	8
2.5.	Autorisations réglementaires, administratives et en droit de la concurrence	8
2.6.	Termes de l'Offre	8
2.7.	Ajustement des termes de l'Offre.....	9
2.8.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	9
2.9.	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites	9
2.10.	Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le retrait de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	10
2.11.	Procédure d'apport à l'Offre.....	11
2.11.1.	Procédure d'apport à l'Offre sur le marché	12
2.11.2.	Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris	12
2.12.	Acquisition d'Actions par l'Initiateur pendant la période d'Offre	12
2.13.	Calendrier indicatif de l'Offre.....	12
2.14.	Remboursement des frais de courtage	14
2.15.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	14
3.	PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ	16
4.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	16
4.1.	Composition du Conseil d'Administration	16
4.2.	Précédentes décisions du Conseil d'Administration	17
4.3.	Avis motivé du Conseil d'Administration.....	18
5.	INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS.....	23
6.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES..	23
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	24
7.1.	Accord de Consortium et d'Investissement	24
7.2.	Accords d'Acquisitions et d'Apports	25
	Pactes d'Actionnaires.....	25
	Accords de Liquidité	26
7.5.	Engagements des dirigeants et salariés.....	28
7.6.	Autres accords dont la Société a connaissance.....	28
8.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	28
8.1.	Structure et répartition du capital social et des droits de vote de la Société.....	28
8.1.1.	Capital social de la Société.....	28

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

8.1.2.	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société.....	28
8.2.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	29
8.3.	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	30
8.4.	Liste et description des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux.....	30
8.5.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou l'exercice de droits de vote	30
8.6.	Règles applicables à la désignation et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des Statuts	31
8.6.1.	Règles applicables à la désignation et au remplacement des administrateurs.....	31
8.6.2.	Règles applicables à la modification des Statuts.....	32
8.7.	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	32
8.8.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	32
8.9.	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	32
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN APPLICATION DE L'ARTICLE 261-1 DU RGAMF.....	33
10.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	33
11.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	33
	ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	34

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus spécifiquement des articles 233-1 et 234-2 et suivants du RGAMF, Etna French Bidco, société par actions simplifiée au capital de 108.272.026,16 euros, dont le siège social est sis au 37, avenue Pierre 1^{er} de Serbie 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 930 705 991 (« **Bidco** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires d'Exclusive Networks, société anonyme au capital de 7.333.622,88 euros, dont le siège social est sis au 20, Quai du Point du Jour 92100 Boulogne-Billancourt, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 839 082 450 (« **Exclusive Networks** » ou la « **Société** », et avec ses filiales contrôlées directement ou indirectement, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0014005DA7 et le mnémonique « **EXN** » (les « **Actions** ») autres que les Actions directement ou indirectement détenues par l'Initiateur (sous réserve des exceptions visées ci-après) dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire dont les termes sont décrits ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de dix-huit euros et quatre-vingt-seize centimes (18,96 euros) par Action (le « **Prix de l'Offre** »)¹. Le Prix de l'Offre est identique à celui payé en numéraire par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions (telles que définies ci-après).

Dans la mesure où l'Initiateur a franchi les seuils de détention de 30 % du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la réalisation des Acquisitions et des Apports (tels que définis en Section 7.2), l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des articles L. 433-3, I du Code monétaire et financier et 234-2 du RGAMF.

L'Offre fait suite à la réalisation des Acquisitions et des Apports à l'issue desquels l'Initiateur détenait 66,66 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société².

À la date du Projet de Note en Réponse³, l'Initiateur détient directement 69.973.626 Actions et 69.973.626 droits de vote représentant 76,33 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société⁴.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre avant la clôture de l'Offre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 20.683.428 Actions, à l'exclusion des 1.013.232 Actions auto-détenues par la Société que le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a décidé de ne pas apporter à l'Offre.

À la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception des Actions émises et des Actions Gratuites Non Acquises (telles que définies ci-après), il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier émis par la Société ni aucun droit conféré par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Le projet de note d'information préparé et déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 19 décembre 2024 (le « **Projet de Note d'Information** ») indique que l'Initiateur a l'intention que l'Offre, qui sera suivie, si les conditions requises en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire en application des

¹ À la suite du paiement par la Société, le 16 décembre 2024, d'une distribution exceptionnelle d'un montant de 5,29 euros par action.

² Sur la base d'un capital social composé de 91.670.286 Actions et d'un nombre total de 91.670.286 droits de vote théoriques au 31 décembre 2024.

³ Le 20 décembre 2024, l'Initiateur a déclaré avoir acquis, le 19 décembre 2024, 8.864.326 Actions (soit 30 % du nombre d'Actions existantes visées par l'Offre), conformément à l'article 231-38 du RGAMF.

⁴ Sur la base d'un capital social composé de 91.670.286 Actions et d'un nombre total de 91.670.286 droits de vote théoriques au 31 décembre 2024.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

articles L. 433-4, II et L. 433-4, III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, soit conduite selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de douze (12) jours de négociation.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, BNP Paribas, Lazard Frères Banque, Morgan Stanley et Société Générale, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre (les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé pour le compte de l'Initiateur auprès de l'AMF le 19 décembre 2024 le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information.

Seule BNP Paribas garantit, conformément à l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Contexte et motifs de l'Offre

Exclusive Networks est un spécialiste mondial reconnu en matière de cybersécurité, qui contribue à la transition vers un monde numérique entièrement sécurisé pour tous les individus et toutes les organisations. Exclusive Networks s'est hissée au rang des principaux acteurs mondiaux des solutions de cybersécurité, en développant une plateforme destinée à servir à la fois les principaux fournisseurs de cybersécurité et des milliers de partenaires et utilisateurs finaux à travers le monde.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur qui est contrôlé indirectement et conjointement par CD&R et Permira (tels que ces termes sont définis ci-après), souhaite soutenir la Société afin qu'elle puisse exécuter au mieux son plan de création de valeur et développer ses activités pour s'imposer à l'échelle mondiale notamment grâce à l'expertise combinée des membres du Consortium (tel que défini ci-après) en s'appuyant sur la longue expérience de CD&R dans le secteur des technologies, y compris les services et les solutions informatiques, et celle de Permira qui a un historique d'investissements de plus de 35 ans dans le secteur des technologies, et le soutien du Fondateur (tel que défini ci-après).

Le 22 juillet 2024, CD&R LLP, *limited liability partnership* de droit anglais dont le siège social est sis à Cleveland House, 33 King Street, SW1Y 6RJ, Londres, Royaume-Uni, immatriculée sous le numéro OC343911, agissant en qualité de conseil de Clayton, Dubilier and Rice, LLC, gérant des fonds de capital-investissement de Clayton, Dubilier and Rice, *limited liability company* de droit de l'État du Delaware dont le siège social est sis au 375 Park Avenue, 18th Floor New York, NY 10152 et immatriculée sous le numéro 4742790 (« **CD&R** »), a soumis une offre ferme au Conseil d'Administration qui a été acceptée le 23 juillet 2024 à l'issue de la procédure de consultation du comité social et économique de la Société, lequel a émis un avis favorable, sous réserve que cette opération ne présente pas d'impact social négatif pour les salariés.

Dans ce contexte, le 23 juillet 2024, CD&R, Everest UK Holdco Limited, *private limited company* de droit anglais dont le siège social est sis au 80, Pall Mall, Londres, Royaume-Uni, SW1Y 5ES, immatriculée sous le numéro 11382959 (« **Everest** »), HTIVB, société anonyme de droit belge, dont le siège social est sis Grand Route 217, B-1428 Braine-l'Alleud, Belgique, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Belgique sous le numéro BE 0867 024 206 (« **HTIVB** »), M. Olivier Breittmayer, de nationalité française, résidant au 63, avenue de Lequime 1640 Rhodes Saint Genese, Belgique, né à Neuilly-sur-Seine le 9 mars 1964 (« **OB** ») et ensemble avec HTIVB, le « **Fondateur** »), Etna UK Topco Limited, *private limited company* de droit anglais dont le siège social est situé C/O Alter Domus (UK) Limited, 10th Floor, 30 St Mary Axe, Londres, Royaume-Uni, EC3A 8BF, immatriculée sous le numéro 15838779 (« **UK Topco** »), Etna UK Midco Limited, *private limited company* de droit anglais dont le siège social est sis au C/O Alter Domus (UK) Limited, 10th Floor, 30 St Mary Axe, Londres, Royaume-Uni, EC3A 8BF, immatriculée sous le numéro 15839201 (« **UK Midco** »), Etna French Topco, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

est sis au 37, avenue Pierre 1^{er} de Serbie 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 930 723 143 (« **French Topco** »), Etna French Midco, société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est sis au 37, avenue Pierre 1^{er} de Serbie 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 930 694 492 (« **French Midco** ») et Bidco ont conclu un accord en langue anglaise intitulé « *Investment and Consortium Agreement* » afin d'organiser, entre autres, les termes de leur consortium dans le cadre de l'Offre (tel que modifié de temps à autres l'« **Accord de Consortium et d'Investissement** »). CD&R, Everest et le Fondateur sont ci-après désignés le « **Consortium** ».

Le même jour, Bidco a conclu des contrats de cession d'actions avec respectivement le Fondateur et Everest, et le Fondateur et Everest ont conclu des traités d'apport en nature avec respectivement UK Midco et UK Topco relatifs aux Acquisitions et aux Apports tels que détaillés en Section 7.2.

Le 24 juillet 2024, à la suite de la signature de l' Accord de Consortium et d'Investissement, le Consortium a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions au Prix de l'Offre, à la suite de la mise en œuvre par la Société d'une distribution exceptionnelle de cinq euros et vingt-neuf centimes (5,29 euros) par Action devant être approuvée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société (la « **Distribution Exceptionnelle** ») et la réalisation des Acquisitions et des Apports (tel que détaillé en Section 7.2).

Le 24 juillet 2024, la Société a annoncé que le Conseil d'Administration avait constitué le 21 mai 2024 un comité *ad hoc* composé de trois administrateurs indépendants (le « **Comité Ad Hoc** ») et que le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, avait désigné le 3 juin 2024 Finexsi, représenté par M. Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, et de rendre un avis de solvabilité relatif à la Distribution Exceptionnelle.

Dans ce même communiqué de presse, il a également été annoncé que le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, à l'unanimité des administrateurs présents ou représentés, a décidé :

- d'accueillir favorablement l'Offre envisagée ; et
- d'accepter de prendre certains engagements dont (i) un engagement de coopération relatif (x) à la mise en œuvre de la Distribution Exceptionnelle, (y) aux négociations et à la conclusion des accords de financement détaillés, et (z) à l'obtention des autorisations réglementaires, (ii) un engagement de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société, (iii) un engagement de ne pas procéder à l'émission de nouveaux titres financiers par les sociétés du Groupe (à l'exception des actions émises à la suite de l'acquisition d'Actions Gratuites) et (iv) un engagement usuel de non-sollicitation.

Le 31 octobre 2024, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a approuvé la Distribution Exceptionnelle ; et cette dernière a été mise en paiement le 16 décembre 2024.

Le 17 décembre 2024, les Acquisitions et les Apports ont été définitivement réalisés conformément à l'Accord de Consortium et d'Investissement.

L'Offre a été déposée le 19 décembre 2024, consécutivement à la mise en œuvre de la Distribution Exceptionnelle, la réalisation des Acquisitions et des Apports et le franchissement par l'Initiateur du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, tel que constaté par les déclarations de franchissements de seuils déposées auprès de l'AMF visées en Section 2.3.

2.2. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Offre,

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

contrôlée conjointement par CD&R Stratos Limited (« **CD&R Stratos** », une entité indirectement contrôlée au plus haut niveau par des fonds d'investissement contrôlés par CD&R) et Everest (une entité indirectement contrôlée au plus haut niveau par des fonds d'investissement conseillés par Permira Advisers LLP, ensemble « **Permira** ») conformément à un pacte d'actionnaires en ligne avec les termes et conditions du *term sheet* décrit en Section 7.3.

Fondées respectivement en 1978 et 1985, CD&R et Permira sont toutes deux des sociétés d'investissement mondiales de premier plan spécialisées, entre autres, dans les technologies. M. Olivier Breittmayer possède quant à lui plus de 36 années d'expérience dans le domaine des entreprises à forte croissance dans le secteur de la technologie, ayant occupé des rôles dans les domaines des ventes, du marketing, du développement produit et de la gestion, et ayant été directeur général d'Exclusive Networks de 2005 à 2020.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur est détenu à 100 % par French Midco, elle-même détenue à 100 % par French Topco, elle-même détenue à 100 % par UK Midco, qui est détenue à 7,74 % par HTIVB et à 92,26 % par UK Topco, et UK Topco est elle-même détenue à 48,76 % par CD&R Stratos et à 51,24 % par Everest.

À la suite de la clôture de l'Offre, la structure actionnariale de UK Topco sera ajustée pour tenir compte de la souscription par CD&R Stratos à une augmentation de capital souscrite par compensation avec les sommes prêtées par cette dernière dans le contexte de l'Offre, telle que décrite en Section 2.10 du Projet de Note d'Information. En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire (tel que défini ci-dessous), UK Topco devrait être détenue à environ 60 % par CD&R Stratos et à environ 40 % par Everest et continuerait d'être contrôlée conjointement par CD&R Stratos et Everest.

2.3. Déclarations de franchissement de seuils et d'intention de l'Initiateur

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, Bidco a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation des Acquisitions et des Apports, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société, et a également déclaré ses intentions ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, Bidco a informé la Société qu'à la suite de la réalisation des Acquisitions et des Apports, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils statutaires de 1 % du capital et des droits de vote de la Société ainsi que des multiples de ce pourcentage jusqu'à 66,66 %, conformément à l'article 11 des statuts de la Société (les « **Statuts** ») ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, Everest a informé l'AMF qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition Everest et de l'Apport Everest (tels que définis ci-après), sa participation directe dans la Société a franchi à la baisse les seuils de 50 %, 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, Everest a informé la Société qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition Everest et de l'Apport Everest, sa participation directe dans la Société a franchi à la baisse les seuils statutaires de 57 % du capital et des droits de vote de la Société, et chaque seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote de la Société entre 57 % et 1 % (inclus), conformément à l'article 11 des Statuts ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, le Fondateur a informé l'AMF qu'à la suite de l'Acquisition Fondateur et de l'Apport Fondateur (tels que définis ci-après), le Fondateur a franchi à la baisse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote de la

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Société ;

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 17 décembre 2024, le Fondateur a informé la Société qu'à la suite de l'Acquisition Fondateur et de l'Apport Fondateur, le Fondateur a franchi à la baisse les seuils statutaires de 9 % du capital et des droits de vote de la Société, et chaque seuil statutaire de 1 % du capital et des droits de vote de la Société entre 9 % et 1 % (inclus), conformément à l'article 11 des Statuts ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 20 décembre 2024, Bidco a informé l'AMF qu'à la suite d'acquisitions sur le marché, sa participation directe dans la Société a franchi à la hausse le seuil de 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ; et
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 20 décembre 2024, Bidco a informé la Société qu'à la suite d'acquisitions sur le marché, sa participation dans la Société a franchi à la hausse chacun des seuils statutaires de 1 % du capital et des droits de vote de la Société entre les seuils 67 % (inclus) et 76 % (inclus), jusqu'à 76,33 %, conformément à l'article 11 des Statuts.

2.4. Acquisitions d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

Ni l'Initiateur ni les personnes agissant de concert avec l'Initiateur n'ont procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze (12) mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information à un prix supérieur au Prix de l'Offre.

2.5. Autorisations réglementaires, administratives et en droit de la concurrence

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une quelconque autorisation réglementaire, les autorisations réglementaires en matière de droit de la concurrence, d'investissements étrangers et de subventions étrangères requises (ou, le cas échéant, la confirmation qu'aucune autorisation réglementaire n'était requise) pour la réalisation des Acquisitions et des Apports et le dépôt du Projet de Note d'Information ayant déjà été obtenues auprès des autorités compétentes.

2.6. Termes de l'Offre

En application des articles 231-13 et 231-18 du RGAMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre le 19 décembre 2024, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée en numéraire portant sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre, autres que les Actions détenues par l'Initiateur. Le même jour, l'AMF a publié un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 16 janvier 2025. Le même jour, l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF est mis gratuitement à disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.exclusive-networks.com). Conformément à l'article 231-26 du RGAMF, la Société publiera un communiqué de presse reprenant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

acquérir, pendant la durée de l'Offre, la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit dix-huit euros et quatre-vingt-seize centimes (18,96 euros) par Action.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du RGAMF.

2.7. Ajustement des termes de l'Offre

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à un ajustement à l'euro l'euro du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

2.8. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du Projet de Note en Réponse, Bidco détient directement 69.973.626 Actions et 69.973.626 droits de vote représentant 76,33 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société⁵.

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 20.683.428 Actions (compte tenu de l'exclusion des 1.013.232 Actions auto-détenues par la Société que le Conseil d'Administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre).

À la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception des Actions en circulation et des Actions Gratuites Non Acquises (telles que visées en Section 2.9), il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre instrument financier ou valeur mobilière émis par la Société, ni aucun droit conféré par la Société susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.9. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

À la connaissance de la Société, en vertu d'une autorisation donnée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 21 juin 2022, le Conseil d'Administration a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions (les « **Plans d'Actions Gratuites** ») au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son Groupe (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-après résume les principales caractéristiques des Plans d'Actions Gratuites au 18 décembre 2024 à la suite de l'ajustement du nombre d'actions susceptibles d'être acquises par les bénéficiaires résultant de la Distribution Exceptionnelle :

Plans d'Actions Gratuites	Plan 1	Plan 2	Plan 3
Date de l'assemblée générale des actionnaires	21 juin 2022	21 juin 2022	21 juin 2022
Date du Conseil d'Administration	17 avril 2023	28 février 2024	29 avril 2024

⁵ Sur la base d'un capital social composé de 91.670.286 Actions et d'un nombre total de 91.670.286 droits de vote théoriques au 31 décembre 2024.

Plans d'Actions Gratuites	Plan 1	Plan 2	Plan 3
Période d'acquisition	2 ou 3 ans	2 ans et 4 mois	3 ans
Date d'acquisition	17 avril 2025 (50 %) 17 avril 2026 (50 %)	28 juin 2026	29 avril 2027
Conditions de performance	✓	N/A	✓
Nombre maximum d'Actions attribuées au titre des Plans d'Actions Gratuites	389.224	15.200	445.310
Nombre maximum d'Actions en cours d'acquisition au 18 décembre 2024 (après ajustement*)	364.758	19.456	557.945
Nombre maximum d'Actions en cours d'acquisition en cas de surperformance au 18 décembre 2024 (après ajustement*)	620.055	N/A	948.512

**Le 18 décembre 2024, le Conseil d'Administration a décidé de procéder à un ajustement des Plans d'Actions Gratuites en augmentant le nombre d'Actions susceptibles d'être acquises par les bénéficiaires à l'issue de la période d'acquisition des Actions Gratuites sur la base d'un ratio de 1,28.*

A la suite de l'ajustement des Plans d'Actions Gratuites précité, un nombre maximum de 1.588.023 Actions Gratuites (en cas d'atteinte des conditions de surperformance) ou 942.159 Actions Gratuites (si 100 % des conditions de performance des Plans 1 et 3 sont atteintes) sont en cours d'acquisition et le resteront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »). Les Actions Gratuites Non Acquises ne sont pas incluses dans l'Offre (sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables).

A la date du Projet de Note en Réponse, 63.914 Actions ont été acquises par le Directeur Général de la Société dans le cadre du Plan d'Actions Gratuites dont la période d'acquisition a pris fin le 15 mai 2024. Conformément aux lois et réglementations applicables et aux termes du Plan d'Actions Gratuites concerné, le Directeur Général de la Société est tenu de conserver au moins 30 % de ces Actions jusqu'à la cessation de ses fonctions (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »).

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur proposera aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises et d'Actions Gratuites Indisponibles de conclure des contrats d'options de vente et d'achat afin de leur offrir une liquidité en numéraire pour ces Actions Gratuites Non Acquises et Actions Gratuites Indisponibles selon les termes des contrats de liquidité décrits en Section 7.4.

2.10. Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le retrait de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que (y) les Actions détenues par la Société ou ses filiales et (z) les Actions

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

assimilées aux actions détenues par l'Initiateur), si celles-ci ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre (le « **Retrait Obligatoire** »).

Le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix de l'Offre, nette de tout frais. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

Le cas échéant, le montant de l'indemnisation serait versé, net de tous frais, à l'issue du Retrait Obligatoire sur un compte bloqué ouvert à cette fin auprès d'Uptevia, désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation en espèces du Retrait Obligatoire. Après la clôture des comptes des affiliés, Uptevia, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditerait les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droits sont restés inconnus seraient, le cas échéant, conservés par Uptevia ou le dépositaire teneur de compte concerné, selon le cas, pendant dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.11. Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre serait ouverte pendant une période de douze (12) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne respecterait pas cette condition.

Les Actions détenues sous la forme nominative pure dans le registre de la Société devront être converties et détenues sous forme nominative administrée ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Ce faisant, les détenteurs d'Actions inscrites au nominatif pur dans un compte géré par un intermédiaire financier et souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion en forme nominative administrée ou au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre. Par dérogation à ce qui précède, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif pur auront également la possibilité d'apporter leurs Actions à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris sans conversion préalable au porteur ou au nominatif administré par l'intermédiaire d'Uptevia agissant en tant que teneur de registre des Actions.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que ceux qui demanderaient expressément la conversion en forme au porteur perdraient les avantages liés à la détention d'actions sous forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre en temps utile à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente au Prix de l'Offre en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur selon les conditions visées en Section 2.14.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

L'Offre et tous les accords y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

2.11.1. Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires d'Exclusive Networks souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison des Actions interviendra le deuxième jour de négociation suivant la date d'exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et taxe sur la valeur ajoutée (« TVA ») y afférents) liés à ces transactions resteront entièrement à la charge de l'actionnaire vendant directement sur le marché.

Exane, prestataire de services d'investissement dûment habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché conformément aux dispositions réglementaires applicables.

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché, conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

2.11.2. Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris

Les actionnaires d'Exclusive Networks souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris devront remettre leur ordre d'apport à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs Actions sont déposées au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après la réalisation des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires dans les conditions décrites en Section 2.14.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-après à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers concernant les modalités d'apport de leurs Actions à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres.

2.12. Acquisition d'Actions par l'Initiateur pendant la période d'Offre

Conformément à l'article 231-14 du RGAMF et aux principaux termes de l'Offre envisagée, l'Initiateur a procédé, le 19 décembre 2024, à l'acquisition sur le marché par l'intermédiaire de BNP Paribas de 8.864.326 Actions, correspondant à 30 % du nombre d'Actions existantes visées par le projet d'Offre, conformément aux articles 231-38 et 231-39 du RGAMF, et dans les limites fixées par l'article 231-38, IV du RGAMF.

Cette acquisition a été déclarée à l'AMF et publiée sur le site Internet de l'AMF le 20 décembre 2024 conformément à la réglementation en vigueur.

Conformément aux articles 231-38 et 231-39 du RGAMF, l'Initiateur ne procédera pas à d'autres acquisitions d'Actions sur le marché ou hors marché jusqu'à l'ouverture de l'Offre.

2.13. Calendrier indicatif de l'Offre

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre (comprenant les précédentes étapes) est présenté ci-après à titre purement informatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
19 décembre 2024	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF- Mise à disposition du public au siège social de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information- Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information
16 janvier 2025	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt par la Société auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse, comprenant l'avis motivé et favorable du Conseil d'Administration et le rapport de l'expert indépendant- Mise à disposition du public au siège social de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse- Diffusion par la Société d'un communiqué de presse annonçant le dépôt et la mise à disposition du Projet de Note en Réponse
11 février 2025	<ul style="list-style-type: none">- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société- Mise à disposition du public de la version finale de la note d'information de l'Initiateur ayant reçu le visa de l'AMF au siège social de l'Initiateur et des Banques Présentatrices ; et publication de cette dernière sur les sites Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org)- Mise à disposition du public de la note en réponse de la Société ayant reçu le visa de l'AMF au siège social de la Société ; et publication sur les sites Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org)- Dépôt par l'Initiateur auprès de l'AMF du document « <i>Autres Informations</i> » contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur- Dépôt par la Société auprès de l'AMF du document « <i>Autres Informations</i> » contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
12 février 2025	<ul style="list-style-type: none">- Mise à disposition du public au siège social de l'Initiateur et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société

Date	Principales étapes de l'Offre
	<p>(www.exclusive-networks.com) de la note d'information et du document « <i>Autres Informations</i> » contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables et autres de l'Initiateur</p> <ul style="list-style-type: none"> - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de presse annonçant la mise à disposition du public de la note d'information ayant reçu le visa de l'AMF et du document « <i>Autres informations</i> » contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables et autres de l'Initiateur - Mise à disposition du public au siège social de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.exclusive-networks.com) de la note en réponse et du document contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société - Diffusion par la Société d'un communiqué de mise à disposition du public de la note en réponse ayant reçu le visa de l'AMF et du document « <i>Autres informations</i> » contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables et autres de la Société - Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
13 février 2025	- Ouverture de l'Offre
28 février 2025	- Clôture de l'Offre
3 mars 2025	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
12 mars 2025	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris
Semaine du 17 mars 2025	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire si les conditions sont réunies

2.14. Remboursement des frais de courtage

À l'exception de ce qui est indiqué ci-après, aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre ou à un détenteur ayant apporté des Actions à l'Offre.

L'Initiateur prendra en charge les frais de courtage et la TVA y afférente payés par les détenteurs d'Actions ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, dans la limite de 0,3 % (hors taxes) du montant des Actions apportées à l'Offre, avec un maximum de cent-cinquante (150) euros par dossier (TVA incluse). Les détenteurs susceptibles de bénéficier du remboursement des frais de courtage comme évoqué ci-avant (et de la TVA correspondante) seront uniquement ceux dont les Actions sont inscrites sur un compte à la veille de l'ouverture de l'Offre et qui apporteront leurs Actions à l'Offre semi-centralisée. Les détenteurs qui céderont leurs Actions directement sur le marché ne pourront pas prétendre au remboursement des frais de courtage mentionnés ci-avant (ni de la TVA correspondante).

2.15. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La publication du Projet de Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre et la livraison des Actions peuvent, dans certaines juridictions, être soumises à des réglementations ou restrictions spécifiques. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, que ce soit directement ou indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni le Projet de Note en Réponse ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des 'instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local.

Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les éventuelles restrictions locales applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

La Société et l'Initiateur déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis

L'Offre vise les titres d'Exclusive Networks, société de droit français, et est soumise à des obligations d'information et de procédure françaises, différentes de celles applicables aux États-Unis. Les actionnaires aux États-Unis sont informés que les titres d'Exclusive Networks ne sont pas cotés sur une bourse américaine et qu'Exclusive Networks n'est pas soumise aux obligations de déclaration périodique du U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié (la « **Loi de 1934** »), et n'est pas tenue de déposer, ni n'a déposé, de rapports auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « **SEC** ») en vertu de celle-ci.

L'Offre est ouverte aux États-Unis conformément à la Section 14(e) et à la Règle 14E de la Loi de 1934, sous réserve des exemptions prévues par la Règle 14d-1(c) de la Loi de 1934 concernant les offres publiques Tier I (l'« **Exemption Tier I** ») et conformément aux obligations d'information et de procédure françaises, y compris celles relatives aux droits de retrait, au calendrier de l'offre, au règlement-livraison, à la renonciation aux conditions et aux dates de règlement, qui sont différentes des règles et des procédures américaines relatives aux offres publiques. Les actionnaires d'Exclusive Networks domiciliés aux États-Unis (les « **Actionnaires Américains** ») sont invités à consulter leurs propres conseillers au sujet de l'Offre.

L'Offre est faite aux Actionnaires Américains selon les mêmes termes et conditions que tous les autres actionnaires d'Exclusive Networks auxquels une offre est faite. Tous les documents d'information, et notamment le Projet de Note en Réponse, sont diffusés aux Actionnaires Américains dans des conditions comparables à celles offertes aux autres actionnaires d'Exclusive Networks.

Comme le permet l'Exemption Tier I, le règlement-livraison de l'Offre est réalisé conformément aux

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

dispositions de droit français applicables, qui diffèrent des procédures de règlement habituelles aux États-Unis, notamment en ce qui concerne le moment où le prix de cession est versé. L'Offre, qui est soumise au droit français, est faite aux Actionnaires Américains conformément aux lois américaines sur les valeurs mobilières applicables et aux exemptions applicables en vertu de celles-ci, en particulier l'Exemption Tier I. Dans la mesure où l'Offre est soumise aux lois américaines sur les valeurs mobilières, ces lois ne s'appliquent qu'aux Actionnaires Américains et ne pourront donc donner lieu à une quelconque réclamation de la part de toute autre personne.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires d'Exclusive Networks de faire valoir leurs droits et toute réclamation qu'ils pourraient avoir en vertu des lois américaines (fédérales ou étatiques) sur les valeurs mobilières en lien avec l'Offre, étant donné qu'Exclusive Networks est située en dehors des États-Unis, et que certains ou la totalité de ses dirigeants et administrateurs pourraient résider dans des pays autres que les États-Unis. Les actionnaires d'Exclusive Networks pourraient ne pas être en mesure d'assigner Exclusive Networks ou ses dirigeants ou administrateurs devant un tribunal non américain pour toute violation des lois américaines sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait être difficile de contraindre Exclusive Networks et/ou ses affiliés respectifs à se soumettre à la juridiction ou à une décision d'un tribunal américain.

Dans la mesure permise par les lois ou les réglementations applicables, l'Initiateur peut, de temps à autre et pendant la période d'Offre, et en dehors du cadre de l'Offre, acquérir ou conclure un accord visant à acquérir directement ou indirectement des Actions en dehors des États-Unis. Ces acquisitions pourraient le cas échéant avoir lieu soit sur le marché à un prix égal au cours de bourse, soit dans le cadre de transactions hors-marché à un prix négocié. En outre, dans la mesure permise par la loi ou la réglementation applicable, les conseillers financiers de l'Initiateur peuvent également exercer des activités de négociation de titres d'Exclusive Networks dans le cours normal des affaires, ce qui peut inclure des acquisitions ou des accords visant à acquérir de tels titres, pour autant que ces achats ou accords soient conformes à la loi applicable. Les informations concernant ces achats ou accords seront publiées par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

La réception de toute somme d'argent dans le cadre de l'Offre par un Actionnaire Américain peut constituer une transaction imposable au titre de l'impôt fédéral américain sur le revenu et en vertu des lois fiscales locales et étatiques applicables, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres applicables. Chaque actionnaire est invité à consulter un conseil professionnel indépendant au sujet des conséquences fiscales de l'acceptation de l'Offre. Ni l'Initiateur, ni la Société, ni leurs administrateurs, dirigeants, employés ou agents respectifs ou toute autre personne agissant en leur nom et pour leur compte dans le cadre de l'Offre ne pourra être tenu responsable des conséquences ou obligations fiscales découlant de l'acceptation de cette Offre.

Ni la SEC ni aucune autre autorité boursière d'un État américain n'a approuvé ou désapprouvé l'Offre, ni ne s'est prononcée sur la conformité ou l'exhaustivité du Projet de Note en Réponse. Toute déclaration contraire constitue une infraction pénale aux États-Unis.

3. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ

Le comité social et économique de la Société a été informé et consulté, conformément aux articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur l'Opération (telle que définie et décrite en Section 7.1) et a émis un avis favorable le 22 juillet 2024.

4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

4.1. Composition du Conseil d'Administration

À la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'Administration est composé des membres suivants :

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- Mme Barbara Thoralfsson (Présidente du Conseil d'Administration)* ;
- M. Jesper Trolle (Directeur Général de la Société) ;
- M. Michail Zekkos ;
- M. Olivier Breittmayer ;
- M. Grégory Laï ;
- Mme Marie-Pierre de Bailliencourt (Présidente du comité des nominations et des rémunérations)* ;
- Mme Nathalie Lomon (Présidente du comité d'audit)* ; et
- M. Paul-Philippe Bernier*.

**administrateurs indépendants.*

4.2. Précédentes décisions du Conseil d'Administration

Le 21 mai 2024, après réception d'une offre indicative de CD&R pour retirer la Société de la cote, le Conseil d'Administration a décidé de mettre en place un Comité Ad Hoc composé initialement de Mme Barbara Thoralfsson, Mme Marie-Pierre de Bailliencourt, Mme Nathalie Lomon et M. Michail Zekkos. La mission du Comité Ad Hoc était de suivre les travaux de l'expert indépendant et de formuler des recommandations au Conseil d'Administration concernant son avis motivé sur l'Offre.

Le 3 juin 2024, bien que l'Opération en soit à un stade précoce, le Conseil d'Administration a décidé, sur recommandation du Comité Ad Hoc, qu'il était dans l'intérêt de la Société de bénéficier dès que possible des travaux de l'expert indépendant et a donc nommé le cabinet Finexsi, représenté par M. Christophe Lambert, en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Finexsi a ainsi été mandaté pour établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre proposée, y compris en vue d'un éventuel Retrait Obligatoire, conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, 261-1 II et 262-1 du RGAMF. Les membres du Comité Ad Hoc ont eu plusieurs occasions d'échanger avec l'expert indépendant et de suivre ses travaux.

Le 14 juin 2024, compte tenu de la constitution du Consortium incluant Permira, le Conseil d'Administration a décidé de la nouvelle composition du Comité Ad Hoc comprenant uniquement Mme Barbara Thoralfsson, Mme Marie-Pierre de Bailliencourt et Mme Nathalie Lomon, toutes indépendantes.

Le 24 juillet 2024, sur recommandation du Comité Ad Hoc, le Conseil d'Administration a décidé à l'unanimité des administrateurs présents ou représentés (les administrateurs liés au Consortium n'ont pas assisté à la réunion) :

- d'accueillir favorablement l'Offre proposée ; et
- de prendre certains engagements, dont (i) un engagement de coopération relatif (x) à la mise en œuvre de la Distribution Exceptionnelle, (y) aux négociations et à la conclusion des accords de financement et (z) à l'obtention des autorisations réglementaires, (ii) un engagement de ne pas apporter à l'Offre les Actions auto-détenues par la Société, (iii) un engagement de ne pas procéder à l'émission de nouveaux titres financiers par les sociétés du Groupe (à l'exception des émissions résultant de l'acquisition régulière d'Actions Gratuites) et (iv) un engagement usuel

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

de non-sollicitation.

Les 4 et 29 novembre 2024, le Conseil d'Administration a approuvé un accord de financement senior aux termes duquel la Société et Everest SubBidCo sont emprunteurs ainsi que l'accord intercréanciers y afférent pour, entre autres, financer le paiement le 16 décembre 2024 de la Distribution Exceptionnelle approuvée par l'assemblée générale des actionnaires du 31 octobre 2024 et refinancer l'endettement existant du Groupe.

Le 18 décembre 2024, le Conseil d'Administration a décidé de :

- procéder à un ajustement des Plans d'Actions Gratuites en augmentant le nombre total d'Actions susceptibles d'être acquises par les bénéficiaires à l'issue de la période d'acquisition des Actions Gratuites, tel que visé en Section 2.9 ; et
- coopter M. Grégory Laï aux fonctions d'administrateur en remplacement de M. Pierre Pozzo, démissionnaire.

Le 14 janvier 2025, le Conseil d'Administration a décidé de modifier son règlement intérieur pour supprimer l'obligation de détention par les administrateurs de 1.000 actions.

4.3. Avis motivé du Conseil d'Administration

Conformément à l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs se sont réunis le 15 janvier 2025 sur invitation de Mme Barbara Thoralfsson (Présidente du Conseil d'Administration) pour (i) examiner le projet d'Offre soumis par l'Initiateur pour les Actions non détenues par ce dernier, et (ii) formuler un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés.

Tous les administrateurs étaient présents ou représentés à l'exception de Messieurs Olivier Breittmayer, Michail Zekkos et Grégory Laï qui, sur recommandation du Comité Ad Hoc, n'ont pas participé à la réunion.

Le 15 janvier 2025, le Conseil d'Administration a émis l'avis motivé intégralement reproduit ci-après, étant précisé que les intentions des administrateurs concernant l'apport ou non de leurs Actions dans le cadre de l'Offre dont le Conseil d'Administration a pris acte sont reproduites en Section 5 :

*« La Présidente du Conseil d'Administration rappelle que le Conseil s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société initiée par Etna French Bidco (« **Etna French Bidco** » ou l'« **Initiateur** ») à un prix de 18,96 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire déposé par la société Etna French Bidco le 19 décembre 2024 (l'« **Offre** »).*

*La Présidente a rappelé que le 24 juillet 2024, CD&R et Everest UK HoldCo Limited, entité contrôlée par les fonds Permira et à cette date actionnaire majoritaire d'Exclusive Networks, ont annoncé la formation d'un consortium avec Olivier Breittmayer, fondateur d'Exclusive Networks, (ensemble, le « **Consortium** ») dans le but d'acquérir (directement ou indirectement, par voie de cessions et d'apports en nature), par l'intermédiaire d'Etna French Bidco, les actions d'Exclusive Networks détenues par Everest UK HoldCo Limited et Olivier Breittmayer, représentant ensemble 66,66 % du capital social et 66,66 % des droits de vote théoriques d'Exclusive Networks (les « **Acquisitions** », et ensemble avec l'Offre, l'« **Opération** »).*

Ces Acquisitions étaient soumises aux conditions suspensives suivantes :

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *L'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société du paiement d'une distribution exceptionnelle d'un montant de 5,29 euros par action prélevé sur les postes « Autres réserves » et « Primes d'émission » (la « **Distribution Exceptionnelle** ») ;*
- *Le tirage sur la facilité B1 mise en place dans le cadre de l'Opération, dans les conditions convenues entre les membres du Consortium ;*
- *L'obtention des autorisations réglementaires ; et*
- *Le paiement par la Société de la Distribution Exceptionnelle.*

CD&R et Permira ont annoncé le 20 novembre 2024 avoir reçu toutes les autorisations réglementaires nécessaires à la réalisation des Acquisitions.

Le 16 décembre 2024, la Société a procédé au paiement de la Distribution Exceptionnelle qui avait été autorisée par une assemblée générale des actionnaires réunie le 31 octobre 2024, ledit paiement ayant été financé notamment par voie de tirage sur la facilité B1 mise en place dans le cadre de l'Opération.

Les Acquisitions ont, à la suite de la Distribution Exceptionnelle, été définitivement réalisées le 17 décembre 2024.

*Dans ce contexte, le 19 décembre 2024, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Morgan Stanley, Lazard, Société Générale et BNP Paribas, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre (les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre et le projet de note d'information pour le compte de l'Initiateur.*

A ce jour, l'Initiateur détient directement 69 973 626 actions représentant 76,33 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit un nombre maximum de 20 683 428 actions, à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit 1 013 232 actions.

Par ailleurs, les actions gratuites attribuées par la Société à certains salariés et mandataires sociaux qui sont en cours d'acquisition ne sont pas visées par l'Offre. L'Initiateur proposera aux bénéficiaires des actions gratuites concernées de conclure des promesses de vente et d'achat pour leurs actions gratuites pour permettre à ces bénéficiaires de bénéficier d'une liquidité en numéraire sur les actions gratuites qui ne pourront pas être apportées à l'Offre.

La Présidente a enfin rappelé que l'Offre serait réalisée selon la procédure simplifiée à la fois par achats sur le marché et dans le cadre d'une offre semi-centralisée par Euronext Paris. L'Offre sera ouverte pour une durée de 12 jours de négociation.

L'Initiateur a en outre annoncé son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre (autres que (a) les actions détenues par la Société ou ses filiales et (b) les actions assimilées aux actions détenues par l'Initiateur) à l'Initiateur, si celles-ci ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

*La Présidente a rappelé que le Conseil d'Administration a décidé, le 21 mai 2024, de constituer un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), composé exclusivement d'administrateurs indépendants, Mesdames Barbara Thoralfsson (présidente), Marie-Pierre de Bailliencourt et Nathalie Lomon avec*

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

pour mission notamment de (a) suivre les discussions et les négociations relatives à l'Offre, (b) tenir le Conseil d'Administration informé de l'évolution de ces discussions et négociations et (c) faire une recommandation au Conseil d'Administration sur l'opportunité et les conditions envisagées de l'Offre proposée.

*La Présidente a rappelé également que le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, a désigné, le 3 juin 2024, Finexsi en tant qu'expert indépendant pour établir une attestation d'équité sur les conditions financières du projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »).*

Le Comité Ad Hoc s'est réuni à 11 reprises.

Préalablement à la réunion de ce jour, les administrateurs ont pu prendre connaissance notamment des documents suivants :

- Le projet de note d'information relative à l'Offre contenant, entre autres, les motifs et intentions de l'Initiateur, la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre qui figure à la section 3 du projet d'Offre ;*
- Le rapport de l'Expert Indépendant ; et*
- Le projet de note en réponse de la Société.*

La Présidente a précisé que l'Expert Indépendant, la direction de la Société, les Banques Présentatrices, le Consortium et les conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur ont échangé à plusieurs reprises afin de fournir à l'Expert Indépendant l'ensemble des informations nécessaires pour l'accomplissement de sa mission.

Le Conseil d'Administration a constaté que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

La Présidente a par ailleurs indiqué au Conseil d'Administration que le Comité Ad Hoc a pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Conclusions de l'Expert Indépendant

La Présidente a offert la parole à Christophe Lambert représentant la société Finexsi, pour présenter ses travaux sur la valorisation de l'Offre et ses conclusions sur l'Offre qui seront annexés au projet de note en réponse de la Société, qui sont les suivantes :

En ce qui concerne les actionnaires de la Société

L'Offre est proposée à l'ensemble des actionnaires de la Société au prix de 18,96 € par action et serait éventuellement suivie d'un retrait obligatoire avec une indemnité égale au Prix de l'Offre.

Elle est proposée au même prix que l'acquisition de blocs globalement représentatifs du contrôle (66,66 % du capital de la Société).

Le Prix de l'Offre se situe dans le haut de fourchette de la valeur intrinsèque de la Société issue du DCF, basé sur un plan d'affaires traduisant les ambitions fortes du management et son potentiel de développement. Il donne ainsi la pleine valeur de l'action aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de la Société qui le souhaitent, avec des primes comprises entre 39,7 % et 48,7 % sur le dernier cours de bourse précédant les rumeurs de

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

l'Opération (respectivement aux 28 juin 2024 et 13 mars 2024), et des primes de 28,6 % et 42,2 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours aux mêmes dates.

L'Expert Indépendant observe que la référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant annonce de l'opération fait pour sa part ressortir une décote limitée, entre 1,3 % et 3,8 %. En se positionnant avant le 14 mars 2024, date de la première rumeur, la médiane des objectifs de cours des analystes faisait ressortir une décote de 2,6 %, quand la moyenne présentait une prime de 5,6 % par rapport au Prix de l'Offre.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers présentée à titre secondaire, le Prix de l'Offre fait ressortir des primes de 77,8 % et 85,6 % sur la fourchette de valeurs extériorisées.

A titre informatif, l'Expert Indépendant note que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime sur la valeur extériorisée par la méthode des transactions comparables, comprise entre 65,5 % et 123,9 %.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'Accord de Consortium et d'Investissement, (ii) les accords d'Acquisitions et d'Apports, (iii) le Pacte d'actionnaires (iv) les Accords de liquidité, et (v) les engagements des dirigeants et salariés n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon l'Expert Indépendant, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, à la date de son rapport, l'Expert Indépendant est d'avis que le Prix de l'Offre, soit 18,96 € par action, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société. Cette conclusion vaut également pour l'indemnité du même montant qui serait appliqué dans le cas où le retrait obligatoire interviendrait à la suite de l'Offre.

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

La Présidente a présenté un rapport détaillé de l'analyse faite de l'Offre et des discussions tenues durant la réunion du Comité Ad Hoc réuni ce jour, en présence de l'Expert Indépendant et a confirmé la recommandation du Comité Ad Hoc au Conseil d'Administration de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et en conséquence qu'il leur est recommandé d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Avis motivé du Conseil d'administration

La Présidente a ensuite invité les membres du Conseil d'Administration à formuler leurs éventuelles observations.

Après avoir examiné attentivement les différents documents mis à sa disposition et les explications données par l'Expert Indépendant et le Comité Ad Hoc, le Conseil d'Administration, a pris acte de ces informations.

Le Conseil d'Administration a pris en considération notamment les éléments suivants :

- Les intentions stratégiques de l'Initiateur, qui entend préserver l'intégrité du groupe et poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, sans modification significative du modèle opérationnel de la Société (en dehors de l'évolution normale de l'activité) ;*
- Les intentions en matière d'emploi présentées dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *Les termes financiers de l'Offre incluant une prime significative par rapport aux moyennes pondérées des cours de bourse valorisant la Société à un prix attractif et représentant une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société et à des conditions jugées équitables ;*
- *Les mécanismes de liquidité qui seraient mis en œuvre et visant à offrir une liquidité en numéraire aux bénéficiaires des plans d'actions gratuites soumis ou non à des conditions de performance – le Conseil d'Administration a considéré que ce mécanisme assure un traitement équitable pour tous les porteurs d'actions gratuites qui souhaiteraient en bénéficier ;*
- *L'intention de l'Initiateur et de certains dirigeants et salariés de conclure, pendant la période de l'Offre, un traité d'apport en vertu desquels ces dirigeants et salariés apporteraient leurs actions de la Société à UK MidCo (société arrière-grand-mère de l'Initiateur), en contrepartie d'actions ordinaires émises par UK MidCo valorisées en cohérence avec le Prix de l'Offre ; et*
- *Le rapport de l'Expert Indépendant qui a conclu notamment au caractère équitable de l'Offre, d'un point de vue financier, y compris dans le cadre du retrait obligatoire.*

Le Conseil d'Administration a par ailleurs pris acte que sa composition sera modifiée à l'issue de l'Offre afin de refléter le nouvel actionnariat.

Il s'est engagé un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

Le Conseil d'Administration, sur les recommandations du Comité Ad Hoc, connaissance prise des termes de l'Offre qui lui ont été présentés, des motifs et des intentions de l'Initiateur, et des éléments de valorisation indiqués dans le projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée et du rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, Messieurs Olivier Breitmayer, Michail Zekkos et Gregory Lai, administrateurs en situation de conflits d'intérêts, n'ayant pris part ni aux délibérations ni au vote,

A décidé à l'unanimité,

- ***d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;***
- ***de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre ;***
- ***de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société (au nombre de 1 013 232 à la date de la présente réunion) ;***
- ***d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;***
- ***d'autoriser en tant que de besoin le Directeur Général de la Société à l'effet de :***
 - ***finaliser le projet de note en réponse ainsi que tout document qui serait utile ou nécessaire dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société ;***
 - ***préparer, signer et déposer auprès de l'AMF tous les documents requis dans le cadre de l'Offre ;***
 - ***signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et***

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre.*

Par ailleurs, le Conseil d'Administration a décidé de résilier le contrat de liquidité conclu avec la société Kepler Cheuvreux. »

5. INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS

Les administrateurs⁶ détenant des Actions ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Barbara Thoralfsson*	Présidente du Conseil d'Administration et membre du comité d'audit et du comité des nominations et des rémunérations	15.000	Apport de 15.000 Actions à l'Offre
Jesper Trolle	Administrateur et Directeur Général	350.714	Apport de 287.422 Actions à l'Offre ^{7 8}
Michail Zekkos	Administrateur et membre du comité des nominations et des rémunérations	1.500	Apport de 1.500 Actions à l'Offre
Marie-Pierre de Bailliencourt*	Administratrice et Présidente du comité des nominations et des rémunérations	1.250	Apport de 1.250 Actions à l'Offre
Nathalie Lomon*	Administratrice et Présidente du comité d'audit	1.000	Apport de 1.000 Actions à l'Offre

**administrateurs indépendants*

6. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 1.013.232 de ses propres Actions.

Le 15 janvier 2025, le Conseil d'Administration a pris acte que les 1.013.232 Actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, que ces Actions ne seront pas apportées à l'Offre.

⁶ Etant précisé que (i) Olivier Breittmayer a, le 17 décembre 2024, définitivement cédé l'ensemble de ses 17.826 actions de la Société à l'Initiateur, (ii) Paul-Philippe Bernier a, le 14 janvier 2025, restitué l'ensemble des 1.000 actions de la Société qui lui étaient prêtées par Bpifrance Investissement et (iii) Gregory Laï n'a pas encore acquis d'actions de la Société compte tenu de sa récente cooptation en date du 18 décembre 2024.

⁷ Le solde des actions détenues par Jesper Trolle (63.292 actions) ne peut pas être apporté, ces actions étant soumises à une obligation de conservation au titre de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce.

⁸ Dont seront déduites les actions faisant l'objet des engagements d'apport à UK Midco (décrits en Section 7.5 du présent Projet de Note en Réponse).

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1. Accord de Consortium et d'Investissement

Comme présenté en Section 2.1, l'Accord de Consortium et d'Investissement a été conclu entre CD&R, Everest, le Fondateur, UK Topco, UK Midco, French Topco, French Midco et l'Initiateur le 23 juillet 2024 (amendé le 2 août 2024, le 20 novembre 2024 et le 17 décembre 2024) afin de définir les modalités des Acquisitions, des Apports et de l'Offre (l'« **Opération** ») ainsi que les obligations respectives des parties à cette accord en lien avec l'Opération.

Financement de l'Offre

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit notamment que l'acquisition des Actions dans le cadre des Acquisitions et de l'Offre (ainsi que les frais de transaction) sera intégralement financée par de la dette et des fonds propres, en numéraire ou en nature, par les membres du Consortium.

Acquisitions et Apports

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit notamment l'engagement de Bidco, UK Topco, UK Midco, Everest et du Fondateur de conclure les contrats relatifs aux Acquisitions et aux Apports tels que présentés en Section 7.2.

Lancement de l'Offre

L'Accord de Consortium et d'Investissement contient notamment :

- les principaux termes de l'Offre devant être déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF sans délai après la réalisation des Acquisitions et Apports ; et
- la reconnaissance du fait que Bidco a l'intention de conclure des promesses de vente et d'achat avec les détenteurs d'Actions Gratuites Non Acquises (telles que définies en Section 2.9) permettant le transfert des Actions sous-jacentes à Bidco, à toute entité affiliée à celle-ci, ou à tout tiers que Bidco pourrait se substituer.

Autorisations réglementaires

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit notamment un engagement des parties de prendre toutes les mesures nécessaires afin d'obtenir les autorisations requises auprès des autorités compétentes en matière de droit de la concurrence, d'investissements étrangers et de subventions étrangères, dans le cadre de l'Opération.

Engagements concernant le Groupe

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit que le Fondateur et Everest exerceront tous leurs pouvoirs afin que le Groupe exerce son activité dans le cours normal des affaires, conformément aux pratiques antérieures (y compris, ne pas émettre ou autoriser l'émission de tout titre de la Société, sauf si cette émission résulte de l'acquisition d'Actions Gratuites (au sens des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce)).

Autres engagements

Enfin, l'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit :

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- un engagement des parties de coopérer, collaborer et agir de bonne foi afin de faciliter, conduire, négocier, convenir et finaliser l'Opération dans les meilleurs délais raisonnablement possibles ;
- un engagement des parties de s'abstenir en connaissance de cause de toute action ou omission susceptible d'être incompatible avec, de compromettre, de retarder, de perturber, de porter atteinte ou d'affecter négativement la mise en œuvre ou la réussite anticipée de l'Opération ;
- un engagement de la part d'Everest de (i) ne pas entreprendre certaines actions concernant les sociétés holding constituées aux fins de l'Opération (Bidco, French Midco, French Topco, UK Midco et UK Topco) entièrement détenues par Everest jusqu'à l'obtention des autorisations réglementaires, et (ii) céder 40 % du capital social de UK Topco à CD&R après l'obtention de la dernière autorisation réglementaire ;
- un engagement de la part d'Everest et du Fondateur, dans la limite de leurs pouvoirs respectifs et sous réserve des dispositions législatives et réglementaires applicables, d'exercer leurs pouvoirs afin de faire nommer un représentant de CD&R au Conseil d'Administration ;
- la reconnaissance du fait que certains dirigeants et employés, devant être identifiés par les membres du Consortium, pourraient se voir offrir la possibilité de réinvestir une partie de leurs Actions, représentant une fraction (à déterminer) du produit net qu'ils auraient perçu dans le cadre de la cession de leurs Actions dans le contexte de l'Offre, sous réserve de la conclusion d'accords spécifiques à convenir avec eux ; et
- un engagement usuel de non-intervention sur les Actions de la part des membres du Consortium.

7.2. Accords d'Acquisitions et d'Apports

Le 23 juillet 2024, Bidco a conclu (i) un contrat de cession d'actions avec Everest, en vertu duquel Bidco s'est engagée à acquérir, et Everest s'est engagée à céder (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 25.501.852 Actions détenues par Everest au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition Everest** ») et (ii) un contrat de cession d'actions avec le Fondateur, en vertu duquel Bidco s'est engagée à acquérir, et le Fondateur s'est engagé à céder (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024), 4.176.664 Actions détenues par le Fondateur au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition Fondateur** », et collectivement avec l'Acquisition Everest, les « **Acquisitions** »).

Le 23 juillet 2024, UK Topco et Everest ont par ailleurs conclu un contrat de souscription et d'apport, en vertu duquel Everest s'est engagée à apporter (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 27.007.522 Actions détenues à UK Topco, cet apport étant réalisé au Prix de l'Offre et rémunéré en actions ordinaires émises par UK Topco pour une valeur équivalente (l'« **Apport Everest** »). Par ailleurs, UK Midco et le Fondateur ont conclu un contrat de souscription et d'apport, en vertu duquel le Fondateur s'est engagé à apporter (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 4.423.262 Actions à UK Midco, cet apport étant rémunéré en actions ordinaires à émettre par UK Midco pour une valeur équivalente (l'« **Apport Fondateur** », et collectivement avec l'Apport Everest, les « **Apports** »).

Les Acquisitions et les Apports étaient soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes : (i) le paiement de la Distribution Exceptionnelle et (ii) l'obtention des autorisations réglementaires.

Ces conditions suspensives ayant été satisfaites, les Apports ont été réalisés le 17 décembre 2024.

7.3. Pactes d'Actionnaires

Conformément à l'Accord de Consortium et d'Investissement, les membres du Consortium se sont engagés à conclure un pacte d'actionnaires conforme aux termes du *term sheet* en annexe de l'Accord

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

de Consortium et d'Investissement décrits ci-après.

(a) Gouvernance

UK Midco est une *private limited company* de droit anglais sous le contrôle d'un conseil d'administration initialement composé de sept (7) membres désignés comme suit :

- trois (3) administrateurs désignés par CD&R Stratos ;
- trois (3) administrateurs désignés par Everest ; et
- M. Olivier Breittmayer.

(b) Transfert de titres

Les stipulations suivantes sont notamment envisagées pour le transfert des titres de UK Topco et UK Midco :

- période d'inaliénabilité : il est interdit à tous les actionnaires de UK Topco et UK Midco de transférer leurs actions pendant une période de trois (3) ans, sauf en ce qui concerne les transferts autorisés usuels à un affilié ou à un membre de leur famille ou les transferts dans le cadre d'une vente de tous, ou de substantiellement tous, les titres à un tiers ou d'une introduction en bourse ;
- obligation de sortie conjointe : tous les actionnaires de UK Topco et UK Midco seront soumis à une obligation de sortie conjointe usuelle en cas de vente approuvée par CD&R Stratos et Everest, ou le cas échéant, par CD&R Stratos ou Everest, sous réserve que certaines conditions financières soient remplies et/ou selon le moment de la vente, selon le cas ; et
- droit de sortie conjointe : tous les actionnaires de UK Topco et UK Midco bénéficieront d'un droit de sortie conjointe proportionnel usuel en cas de transfert des titres de UK Topco par CD&R Stratos et Everest, sauf, en ce qui concerne certains transferts autorisés à un affilié ou les transferts requis en cas d'exercice de l'obligation de sortie conjointe.

(c) Clauses de sortie

Les stipulations suivantes sont applicables à une sortie :

- initiation d'un processus de sortie : CD&R Stratos et Everest peuvent initier conjointement un processus de sortie à tout moment et chacune de CD&R Stratos ou Everest peut individuellement initier un processus de sortie à la suite (i) du cinquième anniversaire de la date d'introduction en bourse et (ii) du sixième anniversaire de la date de cession (étant précisé que, selon le calendrier de la cession, l'initiative d'un tel processus par Everest requiert que certaines conditions financières soient remplies) ; et
- assistance en cas de sortie : les actionnaires de UK Topco et de UK Midco s'engagent à fournir leur assistance raisonnable en cas de mise en œuvre d'un processus de sortie.

7.4. Accords de Liquidité

L'Initiateur proposera aux bénéficiaires des Actions Gratuites Non Acquises et des Actions Gratuites Indisponibles (telles que définies en Section 2.9) (ensemble, les « **Actions Couvertes** ») de conclure des promesses de vente et d'achat pour leurs Actions Couvertes pour permettre à ces bénéficiaires de bénéficier d'une liquidité en numéraire sur les Actions Couvertes qui ne pourront pas être apportées à l'Offre (l'« **Accord de Liquidité** »).

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Conformément à l'Accord de Liquidité, en cas de retrait obligatoire, de retrait de la cote (si la Société reste cotée), de liquidité insuffisante sur le marché, ou de changement de contrôle (ensemble, un « **Événement d'Achat** »), l'Initiateur disposera vis-à-vis de chaque bénéficiaire d'Actions Couvertes d'une option d'achat (l'« **Option d'Achat** ») par laquelle le bénéficiaire s'engage irrévocablement et sans condition à vendre ses Actions Couvertes à l'Initiateur, à la demande de l'Initiateur et à tout moment pendant la Période d'Exercice de l'Option d'Achat applicable (telle que définie ci-après).

En cas de retrait de la cote ou de retrait obligatoire de la Société ou en cas de changement de contrôle, et en l'absence d'exercice par l'Initiateur de son Option d'Achat pendant la Période d'Exercice de l'Option d'Achat, les bénéficiaires bénéficieront d'une option de vente accordée par l'Initiateur (l'« **Option de Vente** », ensemble avec l'Option d'Achat, les « **Options** ») par laquelle l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès du bénéficiaire concerné ses Actions Couvertes, à la demande du bénéficiaire et à tout moment pendant la Période d'Exercice de l'Option de Vente applicable (telle que définie ci-après).

Le prix d'exercice correspondra au prix par Action Couverte résultant de l'évaluation effectuée à la valeur de marché par un expert sur la base des derniers comptes consolidés de la Société (ou le cas échéant de l'entité contrôlant la Société et établissant les comptes consolidés des entités du Groupe – sans tenir compte dans ce cas des éléments ne concernant pas la Société ou ses filiales) relatifs à l'exercice clos au 31 décembre de l'année précédant la fin de la Période d'Interdiction Applicable (le « **Prix d'Exercice** »). Par exception, pour l'Option d'Achat, les Actions Couvertes dont la période d'acquisition arrivera à expiration en 2025 pourront être acquises à un prix d'exercice égal au Prix de l'Offre.

Par exception, si l'Événement d'Achat ou l'Événement de Vente à l'origine de l'exercice des Options est un changement de contrôle, le Prix d'Exercice par Action Couverte sera calculé en cohérence avec le prix des titres concernés par l'opération de changement de contrôle.

Les Actions Gratuites Indisponibles pour lesquelles un Accord de Liquidité aura été conclu dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit ci-avant seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce et ne seront pas couvertes par ledit retrait obligatoire.

Il est précisé que les Options ne comportent aucun mécanisme contractuel de nature à (i) s'analyser comme un complément de prix ou à (ii) remettre en cause la pertinence du Prix de l'Offre par action ou l'égalité de traitement vis-à-vis des actionnaires minoritaires.

La « **Période d'Interdiction Applicable** » désigne la période pendant laquelle le bénéficiaire ne peut pas disposer d'Actions Couvertes sans entraîner des conséquences défavorables en matière fiscale ou de charges sociales, correspondant à la période de blocage applicable conformément aux Plans d'Actions Gratuites concernés ; étant précisé que la Période d'Interdiction Applicable de certaines Actions Gratuites peut expirer après la date d'expiration de la Période d'Interdiction Applicable d'autres Actions Couvertes du même Plan d'Actions Gratuites.

La « **Période d'Exercice de l'Option d'Achat** » désigne (i) en cas d'Événement d'Achat constituant un Changement de contrôle, une période de quatre mois à partir de la date de réalisation du changement de contrôle, et (ii) en cas de tout autre Événement d'Achat, une période de quatre mois à partir du premier jour ouvrable suivant la date la plus tardive entre (y) le dernier jour de la Période d'Interdiction Applicable pour les Actions Couvertes et (z) la date à laquelle la Notification du Prix d'Exercice est délivrée au cours de l'exercice social durant lequel la Période d'Interdiction Applicable expire.

La « **Notification du Prix d'Exercice** » désigne la notification délivrée par l'Initiateur au bénéficiaire du Prix d'Exercice tel que déterminé par un expert dans les cinq (5) jours ouvrables suivant la réception par l'Initiateur des conclusions de l'expert.

La « **Période d'Exercice de l'Option de Vente** » désigne la période commençant le premier jour ouvrable suivant l'expiration de la Période d'Exercice de l'Option d'Achat applicable à toute Action Couverte donnée et se terminant le 10 décembre de l'année au cours de laquelle la Période d'Exercice de l'Option d'Achat a expiré pour ces Actions Couvertes.

7.5. Engagements des dirigeants et salariés

Il a été proposé à certains dirigeants et salariés du Groupe de signer un engagement unilatéral vis-à-vis de l'Initiateur de conclure un traité d'apport de leurs Actions à UK Midco, au Prix de l'Offre, en contrepartie d'actions ordinaires émises par UK Midco valorisées en cohérence avec le Prix de l'Offre.

Conformément à ces engagements unilatéraux, les dirigeants et salariés ré-investisseurs signeront, au plus tard à la date de mise en œuvre de leur apport, un pacte d'actionnaires détaillé qui comportera les termes et conditions habituels relatifs aux clauses d'indisponibilité (*lock-up*), de sortie conjointe (*drag-along* et *tag-along*) et de départ (*leaver provisions*).

7.6. Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits dans la présente Section 7, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure et répartition du capital social et des droits de vote de la Société

8.1.1. Capital social de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société a un capital social de 7.333.622,88 euros divisé en 91.670.286 Actions d'une valeur nominale de 0,08 euro chacune.

8.1.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

a) Répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalable à la réalisation des Acquisitions et des Apports

La répartition du capital social et des droits de vote théoriques de la Société était la suivante avant la réalisation des Acquisitions et des Apports :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Everest	52.509.374	57,28 %	52.509.374	57,28 %
Fondateur ⁹	8.599.926	9,38 %	8.599.926	9,38 %
Bpifrance Investissement ¹⁰	7.935.873	8,66 %	7.935.873	8,66 %
Actions auto-détenues	1.013.232	1,10 %	1.013.232	1,10 %
Flottant	21.611.881	23,58 %	21.611.881	23,58 %
Total	91.670.286	100,00 %	91.670.286	100,00 %

⁹ Dont 17.826 Actions détenues par M. Olivier Breittmayer et 8.582.100 Actions détenues par HTIVB.

¹⁰ Via le fonds LAC I SLP.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

b) *Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de la réalisation des Acquisitions et des Apports*

La répartition du capital social et des droits de vote théoriques de la Société était la suivante le 17 décembre 2024, à la suite de la réalisation des Acquisitions et des Apports :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Bidco	61.109.300	66,66 %	61.109.300	66,66 %
Bpifrance Investissement ¹¹	7.935.873	8,66 %	7.935.873	8,66 %
Actions auto-détenues	1.013.232	1,10 %	1.013.232	1,10 %
Flottant	21.611.881	23,58 %	21.611.881	23,58 %
Total	91.670.286	100,00 %	91.670.286	100,00 %

c) *Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse*

La répartition du capital social et des droits de vote théoriques de la Société est la suivante à la date du Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Bidco	69.973.626	76,33 %	69.973.626	76,33 %
Bpifrance Investissement ¹²	7.935.873	8,66 %	7.935.873	8,66 %
Actions auto-détenues	1.013.232	1,10 %	1.013.232	1,10 %
Flottant	12.747.555	13,91 %	12.747.555	13,91 %
Total	91.670.286	100,00 %	91.670.286	100,00 %

À l'exception des Actions et des Actions Gratuites Non Acquises visées en Section 2.9, il n'existe pas d'autres titres de participation ou instruments financiers émis par la Société ni de droits conférés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables à la Société.

En plus des seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires applicables, l'article 11 des Statuts prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui acquiert ou cesse de détenir, directement ou indirectement, plus de 1 % du capital social ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils de déclaration fixés par les dispositions légales et réglementaires applicables, doit informer la Société du nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle détient, ainsi que des titres donnant accès au capital social et des droits de vote potentiellement attachés à ceux-ci, au plus tard le quatrième (4^{ème}) jour de bourse suivant la date à laquelle le seuil est franchi.

¹¹ Via le fonds LAC I SLP.

¹² Via le fonds LAC I SLP.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

En cas de non-respect de ce qui précède, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée seront privées de droits de vote lors de toute assemblée générale des actionnaires tenue jusqu'à l'expiration d'une période de deux (2) ans suivant la date à laquelle la notification est régularisée, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital social ou des droits de vote de la Société.

Transfert d'Actions et exercice du droit de vote

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire aux transferts des Actions et à l'exercice des droits de vote. Cependant, des restrictions contractuelles sur le transfert des Actions et l'exercice des droits de vote sont prévues dans le pacte d'actionnaires, tel que visé en Section 7.3.

8.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social est réparti tel que présenté en Section 8.1.

À la date du Projet de Note en Réponse, au cours des douze (12) derniers mois, outre les déclarations de franchissements de seuils décrites en Section 2.3, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants du RGAMF et de l'article 11 des Statuts :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 20 décembre 2024, Bidco a informé l'AMF qu'à la suite d'acquisitions d'Actions sur le marché, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils des 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 20 décembre 2024, Bidco a informé la Société qu'à la suite d'acquisitions d'Actions sur le marché, sa participation dans la Société a franchi à la hausse chacun des seuils statutaires de 1 % du capital et des droits de vote entre les seuils de 67 % (inclus) et 76 % (inclus) du capital et des droits de vote de la Société ; et
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 23 décembre 2024, la société par actions simplifiée Syquant Capital, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 19 décembre 2024, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune Action, au résultat d'une cession d'Actions sur le marché.

De plus, depuis le 25 juillet 2024, l'AMF a publié plusieurs avis d'achats et de ventes effectués en période d'offre publique d'achat conformément à l'article 231-46 du RGAMF.

8.4. Liste et description des détenteurs de tout titre de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant.

8.5. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou l'exercice de droits de vote

Le pacte d'actionnaires conclu le 22 septembre 2021 entre Everest UK HoldCo Limited et HTIVB a été résilié par les parties le 17 décembre 2024 suivant la réalisation des Acquisitions et des Apports.

À l'exception des accords décrits en Section 7, la Société n'a connaissance, à date du Projet de Note en Réponse, d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions ou à

l'exercice des droits de vote de la Société.

8.6. Règles applicables à la désignation et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des Statuts

8.6.1. Règles applicables à la désignation et au remplacement des administrateurs

Conformément à l'article 12 des Statuts, la Société est dirigée par un Conseil d'Administration composé d'au moins trois (3) et d'au plus dix-huit (18) administrateurs, étant précisé qu'une personne morale peut être nommée en tant qu'administrateur à condition qu'elle désigne, conformément aux dispositions légales, une personne physique comme représentant permanent.

Les administrateurs sont nommés, cooptés, renouvelés ou révoqués conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur et aux Statuts.

Les administrateurs sont nommés pour quatre (4) ans. Par exception, l'assemblée générale des actionnaires peut nommer un ou plusieurs administrateurs, ou renouveler leur mandat, pour une durée différente n'excédant pas six (6) ans, ou réduire la durée du mandat d'un ou plusieurs administrateurs en fonction à une période inférieure à quatre (4) ans, afin de permettre un renouvellement progressif des mandats des administrateurs.

Lorsqu'un administrateur est nommé conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur et aux Statuts pour remplacer un autre administrateur, il/elle n'exerce ses fonctions que pour la durée restante du mandat de son prédécesseur.

Le mandat d'un administrateur expire à la fin de l'assemblée générale des actionnaires convoquée pour approuver les comptes de l'exercice précédent et tenue l'année au cours de laquelle le mandat de cet administrateur expire.

Les administrateurs sont nommés et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Ils sont toujours rééligibles à condition que le nombre d'administrateurs âgés de plus de soixante-dix (70) ans ne dépasse pas un tiers des administrateurs en fonction. Dans le cas contraire, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à la fin de l'assemblée générale ordinaire annuelle suivant la date de son soixante-dixième anniversaire.

Une procédure de sélection des administrateurs a été adoptée par le Conseil d'Administration le 12 octobre 2022 et complète les stipulations susmentionnées des Statuts. Cette procédure de sélection est décrite dans le règlement intérieur du Conseil d'Administration et est disponible sur le site Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) dans l'onglet gouvernance.

En cas de vacance due au décès ou à la démission d'un ou plusieurs administrateurs, le Conseil d'Administration peut procéder à des cooptations provisoires, sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire, conformément aux limites et conditions fixées par la loi. En l'absence de ratification, les résolutions adoptées et les actes accomplis antérieurement demeurent néanmoins valides.

En cas de vacance due au décès, à la démission ou à la révocation d'un administrateur, l'administrateur nommé par l'assemblée générale des actionnaires ou par le Conseil d'Administration pour remplacer cet administrateur ne reste en fonction que pour la durée restante du mandat de son prédécesseur.

Dans le cas où une personne morale révoque son représentant permanent, elle doit notifier cette révocation et l'identité de son nouveau représentant permanent à la Société par écrit sans délai. Il en va de même en cas de décès, de démission ou d'incapacité prolongée du représentant permanent.

Si le nombre d'administrateurs devient inférieur à trois (3), les administrateurs restants (ou le

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

commissaire aux comptes ou un mandataire désigné, à la demande de toute partie intéressée, par le Président du Tribunal de Commerce) doivent convoquer immédiatement une assemblée générale ordinaire des actionnaires pour nommer un ou plusieurs nouveaux administrateurs afin de compléter le conseil jusqu'au minimum légal.

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, et sous réserve du respect des conditions relatives au cumul des fonctions d'administrateur avec un contrat de travail, le nombre d'administrateurs employés par la Société sous contrat de travail (à l'exclusion des administrateurs représentant les actionnaires salariés ou tout FCPE détenant des actions de la Société) ne peut dépasser un tiers des administrateurs en fonction. Le contrat de travail d'un administrateur avec la Société n'est pas résilié par sa révocation ou par l'expiration de son mandat d'administrateur.

Le Conseil d'Administration élit parmi ses membres un président, qui doit être une personne physique âgée de moins de 65 ans. Le président est toujours rééligible, à condition que, s'il atteint la limite d'âge de 65 ans pendant son mandat, il soit réputé démissionnaire d'office. Toutefois, son mandat se poursuivra jusqu'à la prochaine réunion du Conseil d'Administration au cours de laquelle son successeur est nommé.

8.6.2. Règles applicables à la modification des Statuts

Il n'existe pas de stipulation dans les Statuts différant de celles prévues par les dispositions législatives et réglementaires applicables en matière de modification des Statuts, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires étant ainsi le seul organe compétent pour adopter de telles décisions, comme prévu à l'article 19 des Statuts.

8.7. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Préalablement à l'Offre, certaines filiales de la Société (Everest SubBidco SAS, Exclusive Networks SAS et Everest UK Finco Limited) ont conclu en juillet 2021 un contrat de crédits senior avec plusieurs prêteurs pour un montant maximum en principal de 570.000.000 d'euros. Ce contrat contenait des clauses de changement de contrôle.

Dans le cadre du financement de l'Offre, ce dernier a été intégralement refinancé en décembre 2024 et un nouveau contrat de crédits senior a été conclu par, notamment, l'Initiateur, la Société et Everest SubBidco avec plusieurs prêteurs pour un montant maximum en principal de 1.820.000.000 d'euros (ou son équivalent en autres devises). Ce contrat de crédits senior contient également une clause de changement de contrôle. Cette dernière n'est néanmoins pas déclenchée à l'occasion de l'Offre.

À la connaissance de la Société, aucun accord significatif conclu par la Société, notamment ceux mentionnés dans la présente Section 8.7, ne sera résilié en conséquence de l'Offre. L'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où, à la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la suite de la réalisation des Acquisitions et Apports.

8.8. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

8.9. Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les employés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi est résilié à la suite

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

d'une offre publique, à l'exception des engagements pris par la Société en faveur de son Directeur Général.

Dans le cadre de la politique de rémunération du Directeur Général pour 2024, le Conseil d'Administration a maintenu la possibilité pour le Directeur Général, s'il quitte son poste (quelle qu'en soit la raison), de percevoir une indemnité de départ égale à douze (12) mois de sa rémunération fixe et variable, dont le versement sera soumis à la satisfaction de conditions de performance liées à la réalisation des objectifs fixés pour sa rémunération variable annuelle.

Cette indemnité de départ sera calculée sur la base de la rémunération fixe et variable versée au cours des douze (12) derniers mois précédant la cessation de ses fonctions. Le montant de l'indemnité dépendra de la satisfaction des conditions de performance établies pour le calcul de sa rémunération variable annuelle définie en Section 4 du Chapitre 4 du document d'enregistrement universel de la Société relatif à l'exercice 2023.

Le Directeur Général n'aura pas droit à cette indemnité de départ dans les cas suivants : (i) en cas de faute grave ou lourde commise au sein du Groupe, tels que ces termes sont définis et interprétés par la jurisprudence française, (ii) s'il quitte la Société de sa propre initiative pour exercer de nouvelles fonctions ; (iii) s'il accepte de nouvelles fonctions ou change de fonctions au sein du Groupe, ou (iv) s'il fait valoir ses droits à la retraite.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN APPLICATION DE L'ARTICLE 261-1 DU RGAMF

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du RGAMF, le cabinet Finexsi, représenté par M. Christophe Lambert, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration le 3 juin 2024, sur recommandation du Comité Ad Hoc, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

La conclusion du rapport de l'expert indépendant daté du 15 janvier 2025 est reproduite dans l'avis motivé du Conseil d'Administration en Section 4.

Ce rapport est reproduit intégralement en **Annexe 1** et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

10. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront publiées sur le site Internet de la Société (www.exclusive-networks.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Rothschild & Co, 20, quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France.

Un communiqué de presse sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de cette information.

11. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans le présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Jesper Trolle
Directeur Général

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Attestation d'équité

*Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Etna French Bidco
visant les titres d'Exclusive Networks suivie le cas échéant
d'un retrait obligatoire*



15 janvier 2025



Sommaire

1	Présentation de l'Opération	4
1.1	Contexte et termes de l'Opération	4
1.2	Mission du cabinet Finexsi	5
1.3	Déclaration d'indépendance	6
1.4	Diligences effectuées	6
2	Présentation d'Exclusive Networks	8
2.1	Présentation de la structure actionnariale	8
2.2	Organigramme de la Société	9
2.3	Rappel de l'historique de la Société	10
2.4	Présentation des activités d'Exclusive Networks	11
2.4.1	<i>Présentation des principaux produits proposés (74% du chiffre d'affaires 2023)</i>	12
2.4.2	<i>Présentation des principaux services proposés (26% du chiffre d'affaires 2023)</i>	13
2.4.3	<i>Portefeuille fournisseurs et partenaires d'Exclusive Networks</i>	14
2.4.4	<i>Présence géographique de la Société</i>	16
2.4.5	<i>Stratégie de la Société</i>	16
3	Présentation de l'environnement économique et concurrentiel d'Exclusive Networks	18
3.1	Présentation du marché du négoce de matériel informatique	18
3.1.1	<i>Caractéristiques du marché du négoce de matériel informatique</i>	18
3.1.2	<i>Principaux acteurs du marché de la distribution de matériel informatique</i>	20
3.1.3	<i>Principales tendances et enjeux du marché de la distribution de matériel informatique</i>	21
3.2	Présentation du marché de la cybersécurité	22
3.2.1	<i>Définition et principales caractéristiques du marché mondial de la cybersécurité</i>	22
3.2.2	<i>Principaux acteurs du marché de la cybersécurité</i>	24
3.2.3	<i>Tendance et perspective sur le marché de cybersécurité</i>	24
4	Analyse financière d'Exclusive Networks	26
4.1	Compte de résultat consolidé de la Société	26
4.2	Bilan consolidé de la Société	31
5	Matrice SWOT	34
6	Evaluation des actions de la société Exclusive Networks	35
6.1	Références et méthodes d'évaluation écartées	35
6.1.1	<i>Actif net comptable consolidé</i>	35
6.1.2	<i>Actif net comptable réévalué</i>	35

6.1.3	<i>La valeur de rendement (actualisation des dividendes futurs)</i>	35
6.2	Critères d'évaluation retenus	36
6.3	Données de référence d'Exclusive Networks	36
6.3.1	<i>Nombre de titres retenu</i>	36
6.3.2	<i>Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</i>	37
6.4	Mise en œuvre de la valorisation d'Exclusive Networks	38
6.4.1	<i>L'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)</i>	38
6.4.2	<i>La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)</i>	42
6.4.3	<i>Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)</i>	48
6.4.4	<i>Les objectifs de cours des analystes (à titre principal)</i>	48
6.4.5	<i>Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)</i>	51
6.4.6	<i>Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)</i>	54
7	Synthèse de nos travaux d'évaluation	57
8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs	58
8.1	Choix des critères d'évaluation	58
8.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	59
8.2.1	<i>Données de références</i>	59
8.2.2	<i>Analyse du cours de bourse</i>	59
8.2.3	<i>L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels</i>	59
8.2.4	<i>Objectif de cours des analystes</i>	61
8.2.5	<i>Méthode des comparables boursiers</i>	61
8.2.6	<i>Méthode des transactions comparables</i>	62
9	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	63
9.1	Accord de Consortium et d'Investissement	63
9.2	Accords d'Acquisitions et d'Apports	63
9.3	Pacte d'Actionnaires	64
9.4	Accord de Liquidité	65
9.5	Engagements des dirigeants et salariés	66
10	Conclusion	67
11	Annexes	69
11.1	Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission	69
11.2	Lettre de mission	75

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Exclusive Networks SA (ci-après « **Exclusive Networks** » ou la « **Société** ») est un spécialiste mondial des technologies, produits et solutions de cybersécurité. Il se positionne en tant qu'intermédiaire entre les fournisseurs de technologies de cybersécurité et les revendeurs, en utilisant son vaste réseau pour faciliter la commercialisation et la distribution de ces produits sur le marché.

Historiquement, la Société était détenue à 57,28% par Everest UK HoldCo Limited (une entité indirectement contrôlée au plus haut niveau par des fonds d'investissement conseillés par Permira Advisers LLP, ensemble « **Permira** ») et à 9,38% par Monsieur Olivier BREITTMAYER, directement et indirectement *via* HTIVB (ensemble désignés comme le « **Fondateur** »).

Le 17 mai 2024, Exclusive Networks a reçu une offre non liante de la part de Clayton Dubilier & Rice (« **CD&R** »), exprimant son intérêt pour l'acquisition d'une participation de contrôle de la Société.

Le 12 juin 2024, CD&R s'associant avec Permira a réitéré son intention et proposé un prix d'offre de 24,0€ par action. Cette proposition a été suivie d'une lettre non-engageante datée du 8 juillet 2024 détaillant la structuration envisagée incluant notamment, (i) le transfert de blocs d'actions détenus par Everest UK HoldCo et le Fondateur (les « **Acquisitions de bloc** ») par un véhicule d'investissement dédié, qui serait contrôlé conjointement par CD&R et Everest UK HoldCo (le « **Consortium** ») et (ii) le dépôt, auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») d'un projet d'Offre Publique d'Achat (« **OPA** ») initié par ce véhicule d'investissement et portant sur l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société (l'« **Offre** ») suivie, le cas échéant, d'une procédure de Retrait Obligatoire (ensemble, l'« **Opération** »). Le 22 juillet 2024, la Société a reçu une offre ferme de CD&R avec un prix d'offre porté à 24,25 € par action (incluant la Distribution Exceptionnelle tel que le terme est défini ci-dessous).

Dans le cadre de l'Opération, une distribution exceptionnelle de primes et réserves d'un montant de 5,29 € par action (la « **Distribution Exceptionnelle** ») a été approuvée par l'Assemblée générale de la Société du 31 octobre 2024 et versée le 16 décembre 2024, établissant ainsi le prix d'Offre à 18,96 € par action (24,25 € - 5,29 €).

Le véhicule d'investissement Etna French Bidco¹, qui est l'initiateur de l'Offre (l'« **Initiateur** »), détenait à la date du dépôt du projet de note d'information 66,66% du capital social d'Exclusive Networks à la suite des opérations préalables décrites ci-dessous :

- Apport, par Everest UK HoldCo de 27.007.522 actions détenues dans Exclusive Networks à Etna UK Topco, au prix de l'Offre, rémunéré en actions ordinaires émises par Etna UK Topco pour la même valeur (« **Apport Everest** »). Les actions apportées dans le cadre de l'Apport Everest sont ensuite transférées en cascade à Etna French Bidco ;
- Apport, par le Fondateur de 4.423.262 actions détenues dans Exclusive Networks, à Etna UK Midco, au prix de l'Offre, rémunéré en actions ordinaires émises par Etna UK Midco pour la même valeur (« **Apport Fondateur** »). Les actions apportées dans le cadre de l'Apport Fondateur sont ensuite transférées en cascade à Etna French Bidco ;

¹ Etna French Bidco est détenue à 100% par Etna French Midco, elle-même détenue à 100% par Etna French Topco elle-même détenue à 100% par Etna UK Midco, elle-même détenue à 7,74% par HTIVB et à 92,26% par Etna UK Topco, société elle-même détenue par CD&R (48,76%) et par Everest UK HoldCo (une entité indirectement contrôlée au plus haut niveau par des fonds d'investissement conseillés par Permira Advisers LLP) (51,24%).

- Cessions, par Everest UK HoldCo et le Fondateur de 25.501.852 actions et 4.176.664 actions, respectivement détenues dans Exclusive Networks, à Etna French Bidco, au prix de l'Offre (les « **Cessions** »).

En conséquence des opérations mentionnées ci-dessus et à la date du projet de note d'information, l'Offre porte sur la totalité des actions en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit 29.547.754 actions (à l'exception des 1.013.232 actions auto-détenues). Les actions gratuites en cours d'acquisition font par ailleurs l'objet d'un contrat de liquidité, analysé dans la section §9 de notre rapport.

L'Apport Everest, l'Apport Fondateur et les Cessions sont des accords connexes à l'Offre qui font également l'objet d'une analyse détaillée dans la section §9 de notre rapport.

L'OPA sera suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (« **RO** »), visant les actions non apportées à l'Offre, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre.

1.2 Mission du cabinet Finexsi

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat, Finexsi - Expert & Conseil Financier (ci-après, « **Finexsi** ») a été désigné en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'administration d'Exclusive Networks du 3 juin 2024, sur recommandation du Comité *ad hoc* composé de 3 membres indépendants, afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires d'Exclusive Networks, y compris dans le cadre d'un éventuel Retrait Obligatoire. Cette désignation est intervenue sur les fondements des articles 261-1-I (alinéa 1°; 2° et 4°), et 261-1-II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **l'AMF** »).

Nous précisons que le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 9 juillet 2024, a décidé d'étendre notre mission d'Expert indépendant à l'analyse de la Distribution Exceptionnelle prélevée sur les primes et réserves distribuables, prévue dans le cadre de l'Offre. A cet effet, conformément aux termes de notre désignation par le Conseil d'administration, nous avons confirmé que le paiement de la Distribution Exceptionnelle n'était pas contraire à l'intérêt social et n'affectait pas la viabilité financière du Groupe compte tenu de ses objectifs de développement commercial. Cette appréciation de la Distribution Exceptionnelle est l'objet du rapport émis en date du 22 juillet 2024.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par Exclusive Networks. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Dans le cadre de notre mission, nous n'avons pas été sollicités par des actionnaires minoritaires.

1.3 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses Associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement Général.

Le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs Conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.4 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'Exclusive Networks ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère d'Exclusive Networks, qui comprend notamment :
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget et du plan d'affaires avec le management d'Exclusive Networks, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« *Discounted cash flows* » ou « DCF ») ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions récentes sur la base des données publiques disponibles ;

- L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre Exclusive Networks ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre : BNP Paribas, Lazard Frères Banque, Morgan Stanley et Société Générale (ci-après « **les Établissements Présentateurs** ») ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de nos travaux ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité à destination du conseil d'administration d'Exclusive Networks, exposant les travaux d'évaluation des actions Exclusive Networks et notre opinion quant au caractère équitable du prix de l'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par Exclusive Networks au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons également échangé avec les membres du Comité *ad hoc* d'Exclusive Networks.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

2 Présentation d'Exclusive Networks

Exclusive Networks est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social se situe 20 Quai du Point du Jour à Boulogne-Billancourt (92100), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 839.082.450.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (Code ISIN : FR0014005DA7).

Exclusive Networks clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

2.1 Présentation de la structure actionariale

Au 30 novembre 2024, le capital social d'Exclusive Networks s'établit à 7.333.622,88 €, divisé en 91.670.286 actions de valeur nominale de 0,08 € chacune, toutes de même catégorie et intégralement libérées.

Nous présentons ci-après la répartition de l'actionariat et des droits de vote d'Exclusive Networks au 30 novembre 2024, étant précisé que les Acquisitions de Bloc n'étaient pas réalisées à cette date.

Tableau 1 - Actionariat au 30 novembre 2024

Actionnaires	nov-24			
	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théorique
Everest UK HoldCo Limited	52 509 374	57,28%	52 509 374	57,28%
Fondateur ¹	8 599 926	9,38%	8 599 926	9,38%
Bpifrance Investissement ²	7 935 873	8,66%	7 935 873	8,66%
Actions auto-détenues	1 013 232	1,10%	1 013 232	1,10%
Flottant	21 611 881	23,58%	21 611 881	23,58%
Total	91 670 286	100,00%	91 670 286	100,00%

1. Dont 17.826 actions directement détenues par Olivier Breittmayer et 8.582.100 actions détenues par HTIVB.

2. Par l'intermédiaire du fonds LAC I SLP.

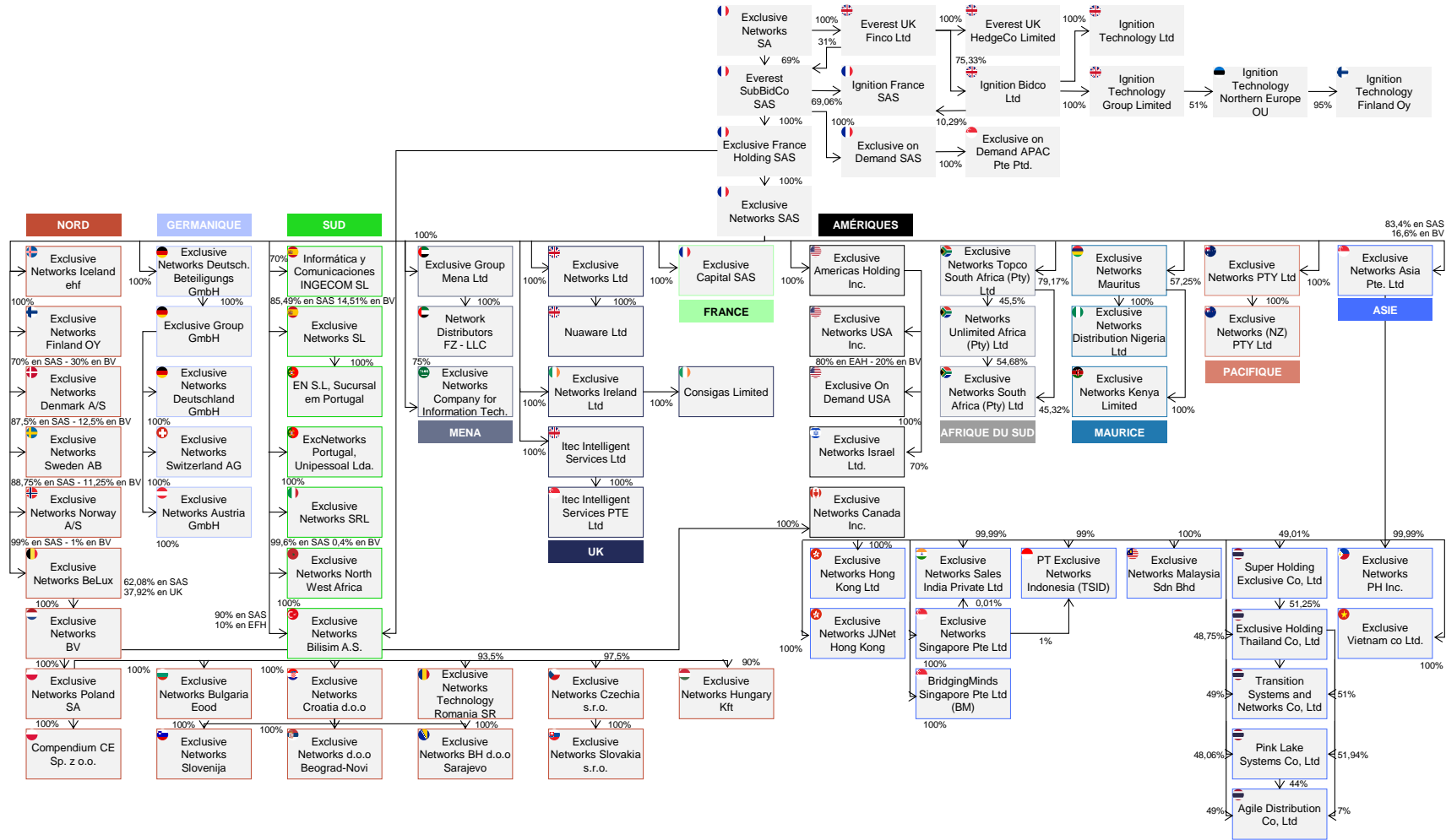
Source : *Projet de Note d'Information*

Au 18 décembre 2024, 942.159 actions gratuites étaient en cours d'acquisition au titre de plans d'attribution mis en place entre 2023 et 2024. La plupart des actions gratuites sont soumises à conditions de performance. Le nombre d'actions en cours d'acquisition a été déterminé sur la base d'une hypothèse d'atteinte des objectifs à 100%.

2.2 Organigramme de la Société

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique d'Exclusive Networks au 31 décembre 2023 :

Figure 1 - Organigramme juridique du Groupe au 31 décembre 2023



Sources : Rapport annuel 2023, analyses Finexsi

2.3 Rappel de l'historique de la Société

Fondée en 1995 par Monsieur Xavier LAFAURE, Exclusive Networks est initialement connue sous le nom de « Techniland » et se spécialisait dans les services d'intégration informatique avant de se tourner vers la distribution de produits de communication.

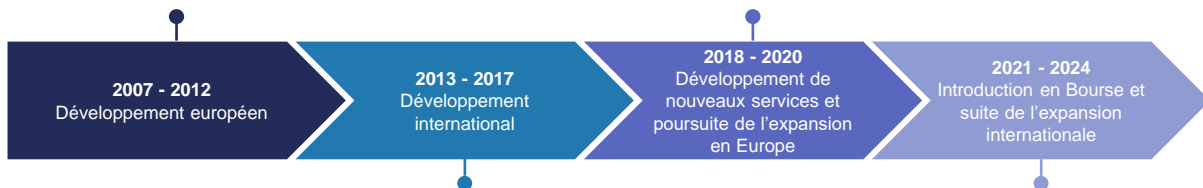
En 2003, HTIVB, un fonds détenu à parts égales par Messieurs Philippe DAMBRINE et Olivier BREITTMAYER, a acquis 70% du capital de Techniland. Cette même année, la Société conclut son premier partenariat avec Fortinet, un acteur majeur de la cybersécurité, marquant ainsi le début de sa spécialisation dans ce domaine.

En 2007, Techniland devient Exclusive Networks. La Société entame alors un processus de développement soutenu par une politique de croissance externe, d'abord en Europe (dès 2007), puis à l'international (à partir de 2013). Cette stratégie vise deux objectifs principaux : (i) élargir son empreinte géographique et (ii) renforcer ses capacités en faisant l'acquisition de sociétés opérant sur le même marché. Cette stratégie s'est récemment traduite par l'acquisition de NextGen en 2024, comme annoncé le 28 mars 2024.

Nous présentons ci-après les principales étapes de développement de la Société.

Figure 2 - Bref rappel de l'historique d'Exclusive Networks depuis 2007

- **2007** :
 - Changement de dénomination sociale en Exclusive Networks ;
 - Acquisition de Qdis, distributeur à valeur ajoutée néerlandais spécialisé dans la cybersécurité ;
 - Acquisition de Deltalink, distributeur à valeur ajoutée belge également spécialisé dans la cybersécurité ;
 - Ouverture de filiales en Espagne et en Italie.
- **2008** : Ouverture de filiale en Suède et en Finlande et acquisition de 60% du capital d'Arc Technology au Royaume-Uni, distributeur à valeur ajoutée de solutions informatiques professionnelles.
- **2010** : Entrée au capital du fonds d'investissement français Omnes Capital à l'occasion d'un LBO primaire.
- **2011** : Acquisition de TLK Distribution, distributeur allemand à valeur ajoutée de solutions de sécurité et de mise en réseau, implanté en Allemagne, Autriche et Suisse.
- **2018** : Entrée au capital du fonds d'investissement anglais, Permira (remplaçant Cobepa) dans l'objectif de financer la stratégie de croissance externe.
- **2020** :
 - Acquisition de Nuaware au Royaume-Uni, distributeur et consultant sur des segments spécifiques permettant à la Société de développer de nouveaux services dont DevOps* et les conteneurs** ;
 - Acquisition de Veracomp, distributeur à valeur ajoutée également spécialisé dans la cybersécurité, dont les activités se trouvent en Europe centrale et en Europe de l'Est ;
 - Acquisition de JJNET, distributeur à valeur ajoutée implanté à Hong Kong.



- **2013** : Acquisition de Secureway, distributeur à valeur ajoutée de solutions de sécurité informatique basé à Dubaï et opérant dans le Moyen-Orient.
- **2014** : Acquisition de WhiteGold Solutions, distributeur à valeur ajoutée implanté en Australie et en Nouvelle-Zélande.
- **2015** :
 - Entrée au capital du fonds d'investissement Cobepa, dans l'objectif de financer la croissance interne et externe de la Société ;
 - Acquisition de Transition Systems, distributeur à valeur ajoutée implanté à Singapour et opérant en Asie du Sud-Est.
- **2017** :
 - Acquisition de Fine Tec, distributeur à valeur ajoutée américain spécialisé dans la cybersécurité aux États-Unis ;
 - Acquisition de TechAccess, distributeur néerlandais à valeur ajoutée spécialisé dans la cybersécurité.
- **2021** :
 - Acquisition d'Ignition Technology, distributeur anglais spécialisé dans la sécurité du monde SaaS***, et de Networks Unlimited, distributeur à valeur ajoutée spécialisé dans la cybersécurité dont les activités sont concentrées sur la région subsaharienne ;
 - Introduction en bourse le 23 septembre sur Euronext Paris afin de mener à bien sa stratégie ainsi que sa politique de croissance externe ;
 - Lancement de « Exclusive Networks On-Demand » aux États-Unis, offre permettant d'obtenir un service par abonnement à la demande.
- **2022** : Création de « Exclusive Academy » dans l'objectif de former les talents de la cybersécurité.
- **2023** :
 - Acquisition d'Ingecom, distributeur à valeur ajoutée espagnol spécialisé dans la cybersécurité, renforçant ses activités en Europe du Sud ;
 - Acquisition du fournisseur de services de cybersécurité (spécialisé dans la formation et le conseil) Consigas. La société est implantée en Irlande.
- **2024** : Acquisition de NextGen, société de services spécialisée dans la cybersécurité, implantée en Australie et en Nouvelle-Zélande.

* Le DevOps combine le développement logiciel et les opérations informatiques pour automatiser, intégrer et améliorer la livraison de logiciels de manière rapide et fiable. Il repose sur une culture collaborative, l'automatisation des processus, et un monitoring continu pour optimiser la qualité et la vitesse des déploiements. (source : DevOps)

** Les conteneurs IT sont des outils qui permettent d'exécuter des applications de manière isolée avec toutes leurs dépendances, garantissant qu'elles fonctionnent partout de la même façon. (Source : Docker Documentation)

*** Le *Software as a Service* (SaaS) est un service *Cloud* qui permet d'accéder à une application directement depuis un navigateur web, sans avoir à télécharger ni installer le logiciel sur un ordinateur ou un réseau professionnel. (source : Oracle)

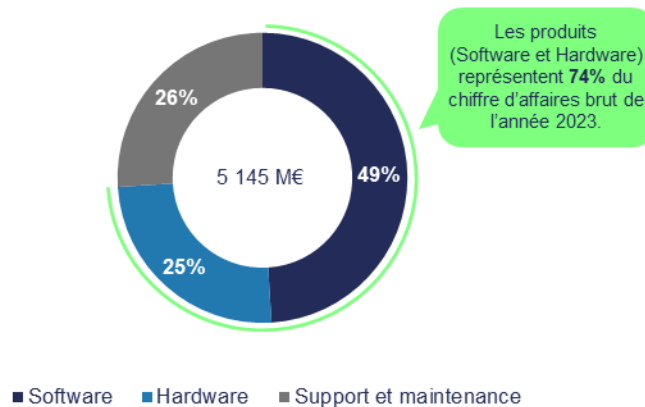
Source : Société

2.4 Présentation des activités d'Exclusive Networks

Exclusive Networks est spécialisée dans la distribution à valeur ajoutée de produits et de services de cybersécurité. En d'autres termes, la Société achète des produits et des solutions auprès de ses fournisseurs, puis les revend à ses revendeurs partenaires (grandes entreprises et PME). Les ventes portent principalement sur la distribution de solutions de cybersécurité, leurs produits connexes, ainsi que leur maintenance.

Ses activités sont réparties en trois segments : (i) les produits « *Software* » (49% du chiffre d'affaires 2023), (ii) les produits « *Hardware* » (25% du chiffre d'affaires 2023) et (iii) le support et la maintenance (26% du chiffre d'affaires 2023).

Figure 3 - Ventilation du chiffre d'affaires brut 2023 par activité Exclusive Networks (en %)



Source : document d'enregistrement universel 2023

Nous présentons ci-après les produits (cf. §2.4.1), ainsi que les services proposés par la Société (cf. §2.4.2).

2.4.1 Présentation des principaux produits proposés (74% du chiffre d'affaires 2023)

Le Groupe dispose d'un portefeuille diversifié en matière de solutions de cybersécurité. Nous présentons ci-après les principaux produits proposés.

Figure 4 - Présentation des principaux produits d'Exclusive Networks

<p>Sécurité des Réseaux</p> <p>Protection de l'intégrité, la confidentialité et la disponibilité des ressources d'un réseau informatique.</p>	<p>Sécurité des points d'accès</p> <p>Protection des appareils utilisés par les clients (comme les ordinateurs portables ou les smartphones).</p>	<p>Sécurité Web et email</p> <p>Protection contre les attaques sur les comptes de messagerie (<i>phishing</i> ou <i>spam</i>) ainsi que sur Internet.</p>	<p>Gestion des accès</p> <p>Gestion sécurisée de l'accès aux services et ressources de l'ensemble des utilisateurs de leur entreprise.</p>	<p>DevOps - SecOps*</p> <p>Produits destinés à l'amélioration et à la sécurisation des processus de développement, de déploiement des applications.</p>
<p>Réseau</p> <p>Construction de réseau sécurisé et automatisé.</p>	<p>OT - IoT**</p> <p>Protection des équipements utilisés dans les processus industriels et objets physiques connectés.</p>	<p>Gestion de la vulnérabilité et de la sécurité</p> <p>Identification, évaluation et correction des failles de sécurité touchant les appareils, les réseaux et les applications.</p>	<p>Sécurité des données</p> <p>Protection des données des entreprises.</p>	<p>Autres</p> <p>Ensemble de produits comme la mise en réseau, le stockage et la gestion de la protection des données...</p>

* SecOps : approche qui allie les équipes de sécurité et d'opérations pour renforcer la protection des systèmes tout en maintenant leur performance et leur disponibilité. Elle vise à détecter, prévenir et répondre aux menaces de manière proactive et collaborative. (source : Redhat)

** OT signifie « *Operational Technology* » et désigne l'ensemble des systèmes et logiciels utilisés pour surveiller, contrôler et automatiser les processus industriels (source : IBM). IoT signifie « *Internet of Things* » désigne le réseau interconnecté d'appareils physiques équipés de capteurs, logiciels et technologies permettant de collecter, échanger et analyser des données via Internet. (source : Cisco)

Sources : Société, analyses Finexsi

2.4.2 Présentation des principaux services proposés (26% du chiffre d'affaires 2023)

En plus des produits de cybersécurité présentés ci-avant, Exclusive Networks propose les services suivants.

Services aux fournisseurs et aux revendeurs

Dans le cadre des transactions en devise étrangère, la Société accompagne les fournisseurs en offrant des services de financement. Elle propose également des services transactionnels tels que la gestion des produits et des stocks. Par ailleurs, elle accompagne les fournisseurs dans le développement de leurs ventes, en particulier en les aidant à diversifier géographiquement leurs marchés.

De manière similaire, le Groupe soutient les revendeurs en leur offrant des services de financement, de transaction et de logistique. Exclusive Networks les aide également avec un support *marketing*, des formations commerciales et techniques, ainsi qu'un support technique ouvert 24h/24 et 7j/7.

Exclusive Capital

Exclusive Capital est la division financement et location d'Exclusive Networks, qui propose des solutions de financement destinées à faciliter l'accès des revendeurs aux différentes technologies de cybersécurité. Lancée en 2015, elle est désormais présente dans plus de 20 pays et permet de faciliter l'acquisition d'équipements en préservant le capital des clients.

Opérations mondiales de service (« GSO »)

Exclusive Networks propose grâce à son service « GSO » (*Global Services Operations*) et au *Global Deal Desk* une gamme de services pour accompagner ses partenaires revendeurs tout au long du cycle de vie des produits. Le service GSO permet notamment aux revendeurs d'accéder à des services d'importation de marchandises, assurant la conformité des exportations aux réglementations des pays de destination dans plus de 170 pays. Il inclut également des solutions logistiques mondiales, ainsi que des services d'installation *via* un réseau de près de 200 partenaires agréés, mobilisant environ 10.000 ingénieurs au 31 décembre 2023.

Le *Global Deal Desk*, pour sa part, facilite la gestion et la livraison des solutions de cybersécurité complexes à l'international.

Formations professionnelles

Exclusive Networks propose un large catalogue de formations à distance ou sur site, aux revendeurs et aux utilisateurs finaux.

Ces formations sont délivrées par une équipe de plus de 130 professionnels de la cybersécurité à travers le monde. Au cours de l'année 2023, la Société a formé plus de 12.000 professionnels. Le Groupe a développé plus de 1.500 formations.

Support d'assistance technique

La Société possède un centre d'assistance technique (ci-après « **EXN TAC** ») destiné aux clients et utilisateurs finaux pour les demandes d'assistance technique après-vente. Les ingénieurs EXN TAC sont agréés pour les produits vendus. Au 31 décembre 2023, la Société exploite 5 centres d'assistance technique et a traité plus de 30.000 tickets au cours de l'année.

Exclusive On Demand et Exclusive Access

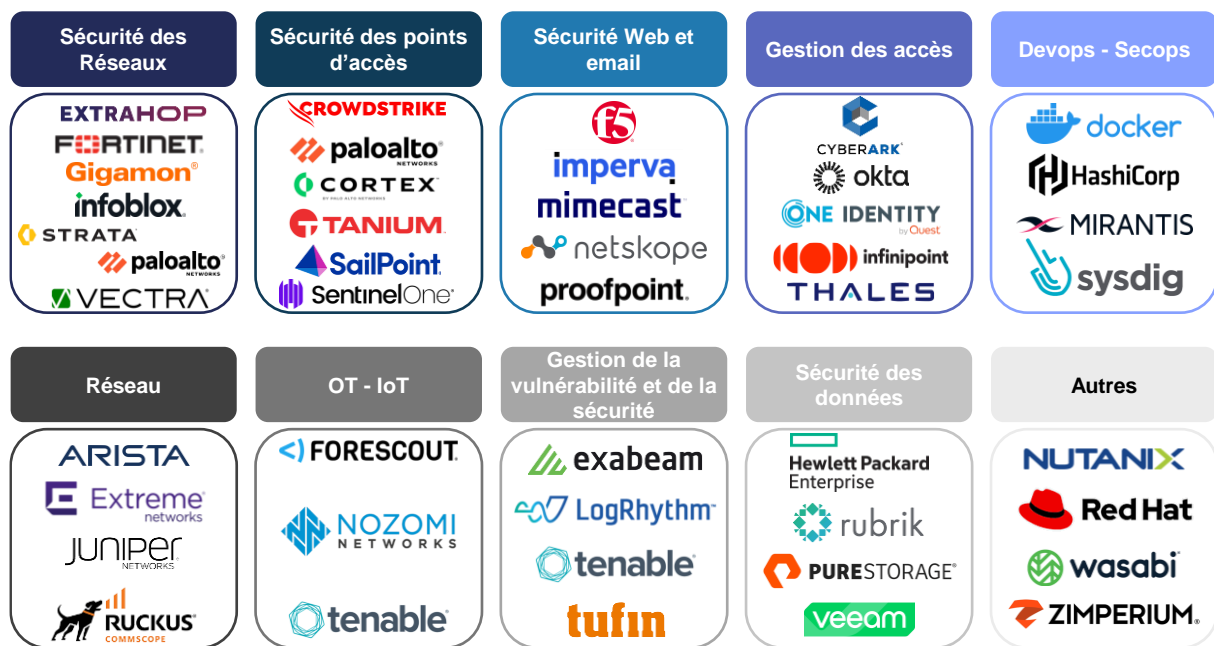
Exclusive Networks propose deux plateformes supplémentaires :

- Exclusive on Demand (ci-après « **X-OD** »), lancée en 2020, est une plateforme de distribution par abonnement permettant aux revendeurs de créer des offres personnalisées pour leurs clients. Elle est accessible au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en France, en Belgique, en Espagne, en Allemagne, en Irlande, en Autriche et en Finlande ;
- Exclusive Access, fondée en 2022, est une plateforme en libre-service pour les revendeurs qui souhaitent accéder en temps réel aux informations sur leurs transactions de vente. Ce portail est disponible dans 15 pays.

2.4.3 Portefeuille fournisseurs et partenaires d'Exclusive Networks

Exclusive Networks achète ses produits auprès de ses fournisseurs que nous présentons ci-après par typologie de produits.

Figure 5 - Présentation des principaux fournisseurs d'Exclusive Networks par produits



Source : document universel de référence 2023

Ainsi, Exclusive Networks constitue un point de contact unique pour ses fournisseurs, offrant les avantages suivants :

- Couverture de vastes zones géographiques, facilitant l'implantation dans de nouveaux pays tout en évitant les coûts liés à la création d'équipes locales ;
- Accélération de la croissance des ventes ;
- Rationalisation de la logistique, notamment grâce à une plateforme d'approvisionnement SaaS et la gestion des produits ;
- Transfert du risque financier des utilisateurs finaux et des revendeurs vers Exclusive Networks.

Au 31 décembre 2023, la Société collabore avec plus de 210 fournisseurs de solutions de cybersécurité. A titre indicatif, les cinq premiers fournisseurs ont généré 63% du chiffre d'affaires

brut d'Exclusive Networks, tandis que les vingt premiers ont représenté 84%. La part maximale du chiffre d'affaires brut réalisé par un fournisseur dans un pays donné s'élève à 8,6% des ventes brutes de la Société. Par ailleurs, le taux de renouvellement² des fournisseurs d'Exclusive Networks s'élève à 113%.

La Société distribue ensuite ces produits de cybersécurité à ses partenaires à travers différentes régions géographiques. Au 31 décembre 2023, la Société compte plus de 20.000 revendeurs partenaires à travers le monde. Nous présentons ci-après les différentes catégories de revendeurs partenaires d'Exclusive Networks.

Figure 6 - Présentation des catégories de revendeurs partenaires d'Exclusive Networks



Source : document universel de référence 2023

La Société offre à ses partenaires l'accès à un large réseau de fournisseurs. Les principaux objectifs d'Exclusive Networks à l'égard de ses revendeurs sont les suivants :

- Renforcement du rôle d'expert afin de mieux répondre aux besoins des utilisateurs finaux ;
- Simplifier le positionnement des partenaires face à une offre de produits complexe, fragmentée, et en constante évolution ;
- Fourniture de services techniques, tels que des formations sur les produits, du support technique et des services gérés ;
- Accès à des services commerciaux.

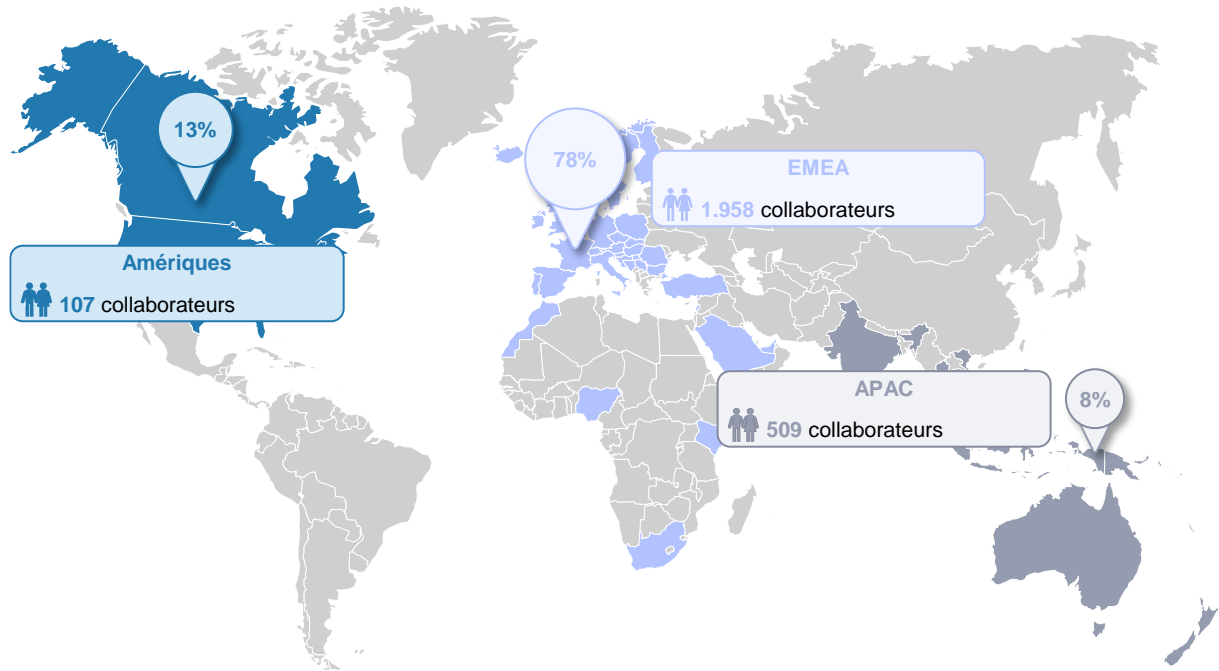
Sur l'exercice 2023, les trois premiers revendeurs ont représenté 11% du chiffre d'affaires brut tandis que les 10 premiers ont généré 23% du chiffre d'affaires brut. Le taux de renouvellement² des revendeurs de la Société a atteint 112% en 2023.

² Le taux de renouvellement correspond au rapport entre (i) les ventes brutes générées au cours d'une année donnée par les fournisseurs (respectivement les clients) actifs au cours de l'année précédente et (ii) les ventes brutes générées par les mêmes fournisseurs (respectivement les clients) au cours de l'année précédant l'année donnée.

2.4.4 Présence géographique de la Société

Au 31 décembre 2023, le Groupe dispose de bureaux répartis sur trois zones géographiques : EMEA (Europe, Moyen-Orient et Afrique), APAC (Asie-Pacifique, incluant l'Extrême Orient, sous-continent Indien et Océanie) et Amériques (Canada et États-Unis), comme présenté ci-dessous.

Figure 7 - Présence géographique (% de chiffre d'affaires brut et collaborateurs) d'Exclusive Networks au 31 décembre 2023



Source : document universel de référence 2023

Chaque zone géographique présente des caractéristiques distinctes :

- La région EMEA se caractérise par une fragmentation du marché, ainsi qu'un éloignement géographique des principaux fournisseurs qui sont principalement basés aux États-Unis. Les langues, les cultures et les devises varient d'un pays à l'autre ;
- La région Amériques est le marché national de la plupart des fournisseurs et constitue également le premier marché de la cybersécurité ;
- La région APAC représente le plus petit marché d'Exclusive Networks et se caractérise par une forte fragmentation des acteurs.

Au 31 décembre 2023, Exclusive Networks emploie plus de 2.600 salariés dans le monde. Le Groupe possède des bureaux dans 47 pays et dispose de ressources locales dans 55 pays, incluant notamment des supports logistiques.

2.4.5 Stratégie de la Société

Lors de la publication des résultats annuels de l'année 2023, Exclusive Networks a réaffirmé sa mission de devenir « le spécialiste de l'infrastructure numérique de confiance » en se positionnant comme le premier distributeur mondial de solutions et de services de cybersécurité.

À ce titre, la stratégie de la Société repose sur cinq objectifs principaux :

- Bénéficier de la croissance de son portefeuille actuel de fournisseurs et des tendances positives du marché de la cybersécurité (cf. §3.2.1) dans les régions où la Société est présente ;
- Signer de nouveaux partenariats avec des fournisseurs innovants afin d'enrichir son portefeuille de solutions de cybersécurité ;
- Développer la présence des fournisseurs existants sur les zones géographiques où le Groupe est implanté ;
- Enrichir son offre de services pour renforcer sa proposition de valeur et fidéliser ses clients ;
- Poursuivre sa stratégie de croissance externe, déjà largement engagée ces dernières années.

3 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel d'Exclusive Networks

Exclusive Networks est un acteur du marché du négoce de matériel informatique (cf. §3.1), spécialisé sur le segment de la cybersécurité (cf. §3.2).

3.1 Présentation du marché du négoce de matériel informatique

Pour les développements présentés dans cette section, nous nous sommes notamment appuyés sur les informations communiquées par la Société, ainsi que sur l'étude de Xerfi intitulée « *Le négoce de matériel informatique* », publiée en décembre 2023.

3.1.1 Caractéristiques du marché du négoce de matériel informatique

Dans le cadre des ventes *B2B*³, les acteurs du marché du négoce de matériel informatique, aussi appelés distributeurs ou « grossistes », s'adressent principalement aux revendeurs en technologies de l'information et aux sociétés de services informatiques (telles que les intégrateurs systèmes et les prestataires de services gérés⁴). Ces distributeurs peuvent être spécialisés ou « volumistes ». Les produits commercialisés se distinguent en deux catégories :

- Les produits « *Hardware* », comprenant les ordinateurs et les tablettes, les smartphones et objets connectés, les périphériques et équipements réseaux, ainsi que les consommables nécessaires à leur utilisation, tels que les cartouches d'encre ;
- Les produits « *Software* » désignant les logiciels qui peuvent être commercialisés par licence ou par abonnements (SaaS).

L'émergence croissante des services numériques, du *Cloud Computing*⁵ et des objets connectés a incité les acteurs du marché à adapter leur modèle économique en proposant désormais des services à valeur ajoutée, tels que le conseil, la formation et des solutions *Cloud*, offrant ainsi plus qu'une simple vente de matériel. Ces produits sont désignés sous le terme de segment « valeur ».

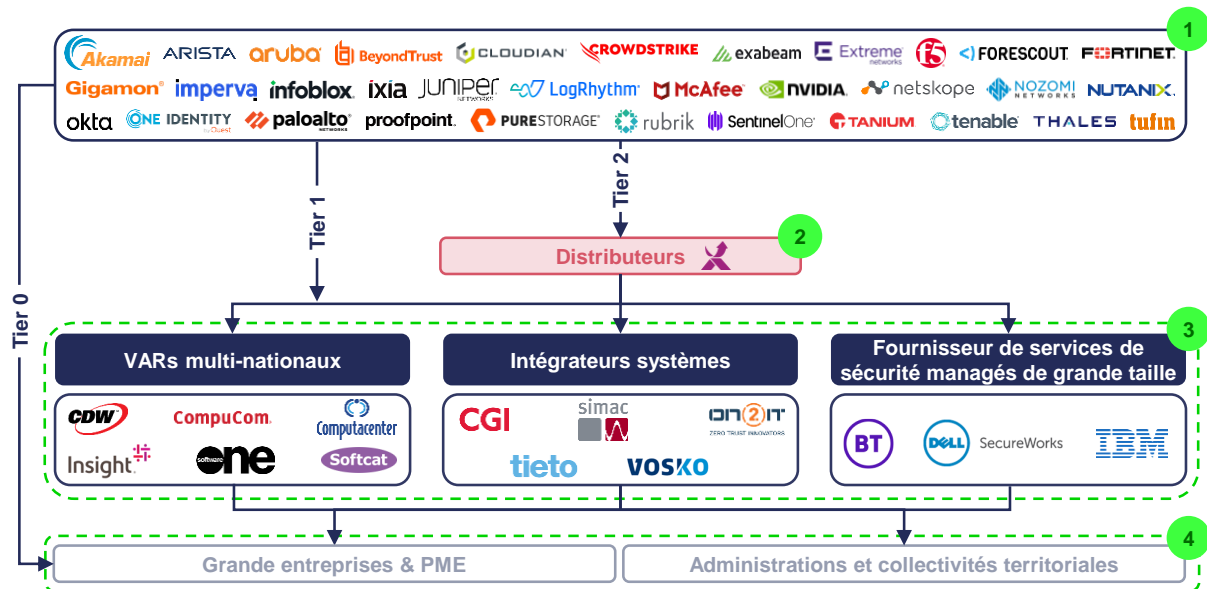
Nous présentons ci-après l'organisation du marché, ainsi que ses principaux acteurs.

³ « *B2B* » signifie « *Business to Business* » et regroupe l'ensemble des opérations commerciales et marketing qui sont réalisées entre deux entreprises.

⁴ Les prestataires de services gérés (ou « *MSP* ») sont spécialisés dans la surveillance et la gestion des systèmes et des infrastructures de sécurité des sociétés (source : *SentinelOne*).

⁵ Le *Cloud Computing* est un modèle informatique permettant d'accéder à des ressources informatiques (comme le stockage de données, les réseaux informatiques ou des applications logicielles) via *Internet*, sans avoir besoin de les héberger ou de les gérer directement sur des serveurs locaux (source : *IBM*).

Figure 8 - Présentation des principaux intervenants et des circuits de distribution sur le marché du négoce de matériel informatique



Sources : document d'enregistrement universel 2023, étude « Le négoce de matériel informatique » de Xerfi, analyses Finexsi

Les quatre catégories d'acteurs intervenant sur le marché sont les suivantes :

1. Les **fournisseurs** : ils fabriquent et conçoivent les produits *Hardware* et *Software*, supportant les coûts de recherche et développement ;
2. Les **distributeurs** : ils se divisent en deux catégories. Les grossistes « volumistes », (ou « *broadline distributors* ») distribuent une large gamme de produits provenant de nombreuses marques. Ces distributeurs disposent de capacités logistiques importantes, leur permettant de traiter de larges volumes et de répondre à une forte demande. Les distributeurs à valeur ajoutée (« *Value Added Distributors* » ou VAD) offrent, en plus des produits, une vaste gamme de services à forte valeur ajoutée. Exclusive Networks fait partie de cette seconde catégorie ;
3. Les **revendeurs** regroupent un large panel d'acteurs : des revendeurs à valeur ajoutée (« *Value Added Resellers* » ou VAR) qui proposent également des services complémentaires, des intégrateurs systèmes, des intégrateurs de système de télécommunications, ainsi que des prestataires de services gérés. Tandis que ces derniers opèrent généralement à une échelle locale, les revendeurs à valeur ajoutée peuvent intervenir à l'échelle internationale ;
4. Les **utilisateurs finaux** sont principalement des entreprises et des administrations publiques et des collectivités territoriales.

Le marché est donc très fragmenté avec plus de 3.200 fournisseurs, 100.000 revendeurs et 40 millions d'utilisateurs.

Ce marché dispose de divers canaux de distribution :

- Vente directe (Tier 0) : le fournisseur vend directement à l'utilisateur final ;
- Canal Tier 1 : le fournisseur vend les produits à un revendeur avec lequel il collabore pour la distribution ;

- Canal Tier 2 : le fournisseur vend les produits à un distributeur, qui les commercialise ensuite auprès de revendeurs, ces derniers étant les interlocuteurs privilégiés des clients finaux. Exclusive Networks opère dans ce canal.

Les fournisseurs étant principalement américains, les clients finaux américains ont tendance à privilégier la vente directe auprès des éditeurs nationaux. En effet, ces acteurs sont suffisamment grands et disposent de l'expertise interne nécessaire pour acheter directement auprès des fournisseurs.

En revanche, le canal de distribution Tier 2 est particulièrement développé dans les régions Asie-Pacifique et EMEA où respectivement 85% et 76% des échanges sont réalisés via des distributeurs. Ce modèle est moins utilisé aux États-Unis où il ne représente que 50% des transactions. Le modèle Tier 2 est davantage développé dans les environnements complexes et fragmentés, caractérisés par des différences de devise, de culture et de législation, ce qui complique l'implantation des fournisseurs dans ces zones géographiques.

3.1.2 Principaux acteurs du marché de la distribution de matériel informatique

Nous présentons ci-après les principaux distributeurs, classé en deux catégories :

- Les distributeurs « volumistes » : ces acteurs distribuent une large gamme de produits et de services de nombreuses marques généralistes. Ils sont soit des sociétés internationales, telles qu'Ingram Micro, TD Synnex et Arrow Electronics, soit des sociétés régionales comme c'est le cas d'ALSO, Redington et SeSa ;
- Les distributeurs spécialisés : ces acteurs, généralement de taille plus modeste, se concentrent sur un domaine particulier. Parmi eux, on trouve Infinigate (spécialisé en cybersécurité), Miel (bureau virtuel, gestion des données, équipements réseau et cybersécurité) et Westcon (cybersécurité, réseaux, infrastructure, *Data center* et *Cloud*). A l'exception d'Exclusive Networks, l'ensemble de ces acteurs sont locaux.

Cette distinction est illustrée ci-après.

Figure 9 - Cartographie des principaux acteurs du marché de la distribution de matériel informatique



Sources : document universel de référence 2023, analyses Finexsi

3.1.3 Principales tendances et enjeux du marché de la distribution de matériel informatique

Tendances récentes du marché de la distribution de matériel informatique

Les investissements des entreprises dans les technologies de l'information se dirigent progressivement vers les services numériques. En réponse, les distributeurs ajustent leur modèle économique en se concentrant sur la vente de produits à forte valeur ajoutée afin de satisfaire les attentes de leurs clients. Plusieurs raisons expliquent ce constat, comme l'adoption croissante du *Cloud*, les méthodes d'analyse des données, les enjeux liés à la cybersécurité (cf. §3.2.3), le besoin d'infrastructures réseau performantes et l'émergence de nouvelles technologies, telle que l'intelligence artificielle. La complexification des solutions incite également ces acteurs à proposer davantage de services d'accompagnement des sociétés.

Par ailleurs, la crise de la Covid-19 a accéléré la transition numérique des entreprises en raison de l'adoption généralisée et obligatoire au télétravail. Cette évolution a entraîné une hausse de la demande pour les produits « *Hardware* », tels que les ordinateurs portables et les casques audio. La crise sanitaire a ensuite été le catalyseur de cette tendance, qui s'est poursuivie au cours des années suivantes avec la digitalisation croissante des sociétés.

Cette dynamique s'est traduite par une croissance de 4,5%⁶ du chiffre d'affaires du marché global de la distribution en France en 2022, principalement soutenue par les produits « valeur », qui ont enregistré une croissance de 16%⁶.

En 2023, toutefois, le segment « valeur » a connu un ralentissement de sa croissance, limitée à 4%⁷, avec des évolutions disparates selon les spécialités. En somme, les volumes échangés ont diminué, principalement sous l'effet de l'inflation et du fort taux de renouvellement du matériel les

6 Source : article « *Distribution IT : croissance à 2 chiffres pour la Valeur en 2022* » publié le 2 février 2023 par le Syndicat des grossistes informatiques.

7 Source : article « *Marché de la Distribution IT 2023 : les revenus en baisse de 2,3% sur un an* » publié le 26 janvier 2024 par le Syndicat des grossistes informatiques.

années précédentes, malgré un recours croissant au télétravail. A titre d'illustration, en 2023, environ 47% des entreprises françaises ont adopté le télétravail, un chiffre qui a plus que doublé par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.

L'année 2024 devrait être marquée par une reprise de la croissance, dans un contexte de ralentissement de l'inflation et de baisse des taux directeurs. Toutefois, les investissements des entreprises dans leur ensemble augmenteront peu. La croissance attendue du chiffre d'affaires total des acteurs du marché est estimée à 2%.

Concentration du secteur au sein des 4 premiers acteurs

Le marché du négoce de matériel informatique est concentré autour des plus gros acteurs, que sont les distributeurs généralisés et internationaux (cf. §3.1.2). À titre d'illustration, en 2021, les acteurs Arrow Electronics, TD Synnex, Ingram Micro et ALSO ont représenté 43% du chiffre d'affaires généré par le panel de l'étude Xerfi⁸. De manière plus générale, les trente premiers acteurs ont généré 78% du chiffre d'affaires total généré par les sociétés du panel de l'étude Xerfi cette même année. Ces entreprises proposent une large gamme de produits et de services, offrant aux clients la possibilité de traiter avec un interlocuteur unique pour les besoins en matériel et solutions IT. Cela permet aux clients de négocier des conditions commerciales avantageuses tout en simplifiant leurs relations de sous-traitance. Le marché est également marqué par un grand nombre d'acteurs, souvent locaux, spécialisés dans un domaine précis de la distribution.

Dépendance aux fournisseurs et au commerce extérieur

Les acteurs du marché du négoce de matériel informatique dépendent de leurs fournisseurs pour assurer l'approvisionnement et répondre aux besoins du marché. Les acteurs, comme Exclusive Networks, s'appuient sur des partenariats stratégiques pour garantir l'accès aux produits innovants et respecter les délais.

Par ailleurs, le marché français de la distribution de produits informatiques est fortement dépendant des importations en raison d'une faible production nationale. La Chine, à elle seule, fournit plus de la moitié des importations françaises. Cette dépendance a posé des difficultés lors de la mise en place de politique zéro Covid en Chine. De plus, les tensions sur l'approvisionnement mondial en semi-conducteurs ont entraîné une diminution des importations de 47% en 2020, suivie d'une baisse de 55% en 2021.

Les perturbations des chaînes d'approvisionnement, exacerbées par les tensions géopolitiques demeureront une préoccupation majeure dans les années à venir. Ces tensions prolongent les délais de livraisons et augmentent les coûts, notamment pour les produits informatiques et technologiques.

3.2 Présentation du marché de la cybersécurité

Pour rappel, Exclusive Networks se positionne comme un spécialiste de la cybersécurité, marché sur lequel environ 69% des opérations sont réalisées par un canal Tier 2 (cf. §3.1.1).

3.2.1 Définition et principales caractéristiques du marché mondial de la cybersécurité

La cybersécurité désigne la protection des systèmes informatiques, des réseaux et des données garantissant le maintien de la confidentialité, l'intégrité, la disponibilité et la protection des

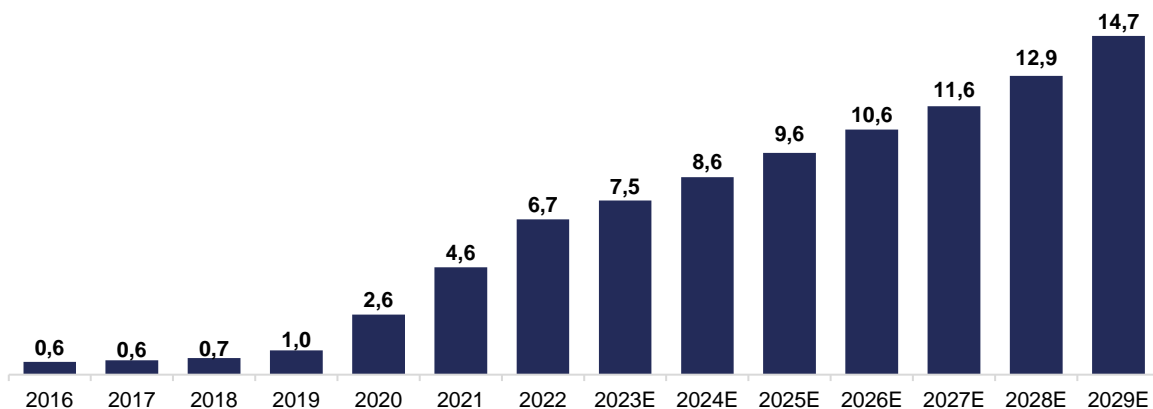
⁸ Le panel Xerfi se compose de 748 sociétés représentatives du secteur du négoce de matériel informatique.

ressources des entreprises et des personnes physiques. Elle englobe des mesures visant à prévenir et à répondre aux diverses formes de cybercriminalité.

Dans un contexte de digitalisation accrue de l'économie, la cybersécurité devient de plus en plus cruciale, car les entreprises, les gouvernements et les particuliers dépendent davantage des systèmes informatiques, vulnérables aux attaques malveillantes. Cette transformation numérique a élevé la sécurité au rang de priorité pour les organisations de toute taille. Cela se traduit par une augmentation des investissements dans des solutions innovantes permettant aux entreprises de se tenir à jour face aux nouvelles menaces et aux technologies, afin de se protéger efficacement. En 2024, l'investissement en cybersécurité est estimé entre 214 Mds\$ (selon Gartner) et 250 Mds\$ (selon Canalys). Selon Canalys, les investissements en cybersécurité devraient augmenter de 12% en 2024 par rapport à l'année précédente, avec 65% de ces investissements consacrés aux services et 35% aux produits (à la fois *Hardware* et *Software*).

Les nouvelles technologies, notamment le *Cloud*, offrent des avantages considérables à l'échelle mondiale, en fournissant des ressources informatiques puissantes. Cependant, cette expansion du paysage numérique accroît également la surface d'attaque des cybercriminels et augmente le besoin de solutions de sécurité robustes, en particulier pour les travailleurs à distance. Par ailleurs, bien que l'intelligence artificielle permette aux entreprises d'améliorer leur protection contre les cyberattaques, elle a également facilité l'essor des cybercriminels, leur offrant des moyens de plus en plus sophistiqués pour mener leurs attaques. Cette situation présente des défis importants pour les entreprises, augmentant le nombre et les coûts des cyberattaques. Ainsi, les dommages totaux causés par la cybercriminalité étaient estimés à environ 600 M€ en 2016 et devraient atteindre 14,7 Mds€ en 2029E. Nous présentons ci-après l'évolution de l'estimation du coût des cyberattaques à l'échelle mondiale.

Figure 10 - Coût estimé des cyberattaques à l'échelle mondiale (en trillions d'euros)



Sources : Statista Market Insights, National Cyber Security Organizations, FBI, FMI

Dans le but de réduire les dépenses liées à ce risque, les entreprises tentent de se protéger de plus en plus face aux attaques récurrentes.

En conséquence, le marché de la cybersécurité devrait connaître une croissance annuelle moyenne (ci-après « **TCAM** ») de 10,9%⁹ entre 2022 et 2027E.

⁹ Source : Canalys, janvier 2024.

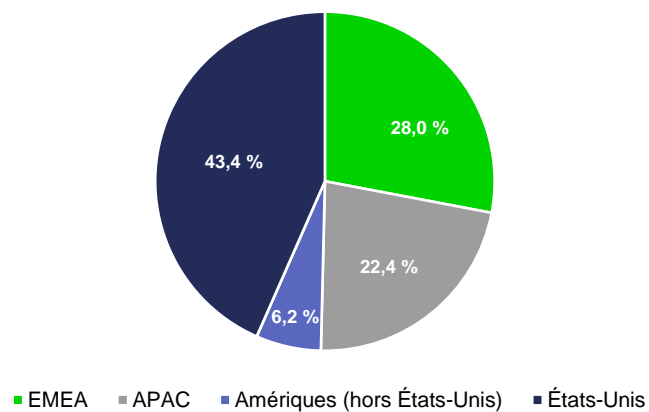
3.2.2 Principaux acteurs du marché de la cybersécurité

Pour des raisons historiques, notamment grâce à un accès facilité à une main-d'œuvre qualifiée et un écosystème favorable aux entreprises de hautes technologies, les plus grandes entreprises de cybersécurité sont implantées sur le continent nord-américain. Ces acteurs sont :

- Des éditeurs de solutions, tels que Palo Alto, CrowdStrike, Fortinet, F5, BeyondTrust, Exabeam, LogRhythm, Okta ou SentinelOne ;
- Des entreprises spécialisées dans les services de cybersécurité, comme Accenture ou Cisco.

Les revenus du marché de la cybersécurité sont générés pour la majorité aux États-Unis (43,4% des revenus générés en 2022). De son côté, la zone EMEA génère 28,0% des revenus du marché de la cybersécurité. Ce constat est illustré dans le graphique ci-après.

Figure 11 - Chiffre d'affaires du marché de la cybersécurité par zone géographique en 2022



Sources : Statista Market Insights, états financiers des acteurs clés, National Cyber Security Organizations

L'ensemble des produits et services de cybersécurité aux États-Unis représente 46 Mds\$ (source Canalys). Sa croissance est estimée entre 10 et 12% par an entre 2023 et 2026.

3.2.3 Tendances et perspective sur le marché de cybersécurité

Généralisation du travail à distance et de l'utilisation des appareils numériques

La pandémie de la Covid-19 a donné lieu à un recours généralisé au télétravail, entraînant la création, le stockage et l'échange de grandes quantités de données.

De manière globale, la généralisation de l'utilisation a entraîné un élargissement des cibles possibles des cyberattaques. Ainsi, 80% des organisations ont été victimes d'une ou plusieurs attaques entre 2022 et 2023.

Développement des nouvelles technologies

Le recours généralisé aux nouvelles technologies, telles que l'intelligence artificielle ou le *Machine Learning*¹⁰, permet aux acteurs de la cybersécurité de développer des solutions de plus en plus

¹⁰ Le *Machine Learning* est une sous-catégorie de l'intelligence artificielle permettant aux machines, comme les ordinateurs, d'apprendre à partir de données et d'évoluer, de s'améliorer avec l'expérience dans leurs activités, sans programmation spécifique. Les algorithmes sont entraînés à trouver des schémas d'évolution et des corrélations dans de grands ensembles de données (source : SAP).

performantes. Ces technologies permettent d'automatiser la détection rapide des menaces, la mise en place de réponses efficaces et une surveillance approfondie pour identifier les menaces. Lors d'un sondage réalisé en 2023 auprès d'acteurs de la cybersécurité, les technologies du *Deep Learning*¹¹ et du *Machine Learning* ont été identifiées comme les plus prometteuses dans le renforcement des défenses contre les menaces de cybersécurité, notamment pour la détection des logiciels malveillants. En France, une étude d'ITD révèle que 41% des entreprises françaises estiment que l'intelligence artificielle pourrait être bénéfique pour la cybersécurité. Selon une étude d'Insider Intelligence, l'intelligence artificielle devrait être largement utilisée dans le secteur IT et considérée comme indispensable, dans 49% des cas d'ici 2025. En somme, le développement des nouvelles technologies devrait impacter l'ensemble du marché de la cybersécurité en développant des solutions plus efficaces et sophistiquées dans les années à venir.

Difficulté de recrutement de main-d'œuvre

Enfin, les acteurs du secteur de la cybersécurité font face à une pénurie importante de main-d'œuvre. Selon l'agence Cybersecurity Ventures, à l'échelle mondiale, 3,5 millions d'emplois ne seront pas pourvus d'ici 2025.

La croissance rapide du marché de la cybersécurité entraîne une hausse importante de la demande de main-d'œuvre de la part des acteurs du marché. Or l'offre reste inférieure à la demande malgré le développement de formations adéquates ou les recrutements réalisés. Les organisations sont confrontées à un défi majeur dans la recherche de talents en matière de cybersécurité. En effet, les acteurs tâchent de recruter des personnes possédant des compétences diverses et précises pour un éventail de fonctions et de spécialisations liées à la sécurité et aux réseaux informatiques, essentielles pour faire face à un paysage de menaces en matière de cybersécurité en constante évolution.

Selon un sondage mené par Fortinet en 2023, 68% des acteurs du marché reconnaissent que la pénurie de compétences crée un risque cybernétique supplémentaire pour leur organisation. Bien que ce montant soit inférieur à celui de 2021, 56% des personnes interrogées indiquent rencontrer des difficultés de recrutement et 54% indiquent que la rétention des talents représente également un défi majeur.

¹¹ Le *Deep Learning* est une branche de l'intelligence artificielle qui repose sur des réseaux neuronaux artificiels imitant le fonctionnement du cerveau humain pour analyser et interpréter des données complexes (source : cloudflare).

4 Analyse financière d'Exclusive Networks

Les comptes consolidés d'Exclusive Networks présentés ci-après, ont été établis conformément aux normes IFRS. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de la Société¹².

4.1 Compte de résultat consolidé de la Société

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé d'Exclusive Networks sur la période 2019 - juin 2024

Au 31 décembre - en M€	2019	2020	2021	2022*	2023	S1 2023	S1 2024
Chiffre d'affaires brut	2 375	2 564	3 273	4 528	5 145	2 331	2 564
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.a</i>	<i>8 %</i>	<i>28 %</i>	<i>38 %</i>	<i>14 %</i>	<i>n.a</i>	<i>10 %</i>
Retraitement IFRS 15 – Activité en tant qu'agent	(610)	(658)	(794)	(3 063)	(3 586)	(1 555)	(1 841)
Comptabilisation des produits - IFRS 15	1	11	4	-	-	-	-
Éliminations intra-groupes	(24)	(25)	-	-	-		
Chiffre d'affaires net	1 742	1 892	2 483	1 466	1 559	776	723
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.a</i>	<i>9 %</i>	<i>31 %</i>	<i>(41)%</i>	<i>6 %</i>	<i>n.a</i>	<i>(7)%</i>
Coût des biens et services achetés	(1 491)	(1 631)	(2 158)	(1 048)	(1 084)	(552)	(484)
Transport sur ventes	(4)	(4)	(6)	(6)	(7)	(3)	(4)
Marge nette	247	257	320	411	468	221	235
<i>% chiffre d'affaires brut</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9 %</i>	<i>9 %</i>
Charges de personnel	(115)	(120)	(153)	(183)	(200)	(97)	(108)
Autres coûts d'exploitation	(47)	(39)	(43)	(71)	(81)	(39)	(39)
Dotations aux amortissements des immobilisations incorporelles	(62)	(63)	(57)	(60)	(60)	(30)	(29)
Dotations aux amortissements des immobilisations corporelles		-	(12)	(13)	(13)	(7)	(7)
Résultat opérationnel courant	24	35	55	85	114	49	52
<i>% du chiffre d'affaires brut</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>
<i>% marge nette</i>	<i>10 %</i>	<i>14 %</i>	<i>17 %</i>	<i>21 %</i>	<i>24 %</i>	<i>22 %</i>	<i>22 %</i>
Produits et charges opérationnels non-courants	(2)	(6)	(4)	(5)	(3)	1	(5)
Résultat opérationnel	22	30	51	79	111	50	47
<i>% du chiffre d'affaires brut</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>	<i>2 %</i>
<i>% marge nette</i>	<i>9 %</i>	<i>12 %</i>	<i>16 %</i>	<i>19 %</i>	<i>24 %</i>	<i>23 %</i>	<i>20 %</i>
Coût de l'endettement financier net	(37)	(34)	(28)	(18)	(28)	(14)	(13)
Intérêts sur dettes de loyers	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Autres produits et charges financiers	1	(4)	(10)	(9)	(26)	(11)	(14)
Résultat financier	(36)	(39)	(39)	(27)	(55)	(26)	(28)
Résultat avant impôts	(14)	(9)	12	52	56	24	19
<i>% du chiffre d'affaires brut</i>	<i>(1)%</i>	<i>(0)%</i>	<i>0 %</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>
<i>% marge nette</i>	<i>(6)%</i>	<i>(3)%</i>	<i>4 %</i>	<i>13 %</i>	<i>12 %</i>	<i>11 %</i>	<i>8 %</i>
Impôts sur les résultats	(2)	12	(25)	(13)	(11)	(6)	(5)
Résultat net	(16)	3	(13)	39	45	18	14
<i>% du chiffre d'affaires brut</i>	<i>(1)%</i>	<i>0 %</i>	<i>(0)%</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>	<i>1 %</i>
<i>% marge nette</i>	<i>(7)%</i>	<i>1 %</i>	<i>(4)%</i>	<i>9 %</i>	<i>10 %</i>	<i>8 %</i>	<i>6 %</i>

Sources : *Rapports annuels 2022, 2023 et Société*

* À partir de 2022, le Groupe a ajusté son traitement comptable conformément à IFRS 15 à la suite des clarifications apportées par le Comité d'interprétation des IFRS et l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), ce qui explique la diminution du chiffre d'affaires net de la Société entre 2021 et 2022.

¹² Mazars et Deloitte.

Chiffre d'affaires

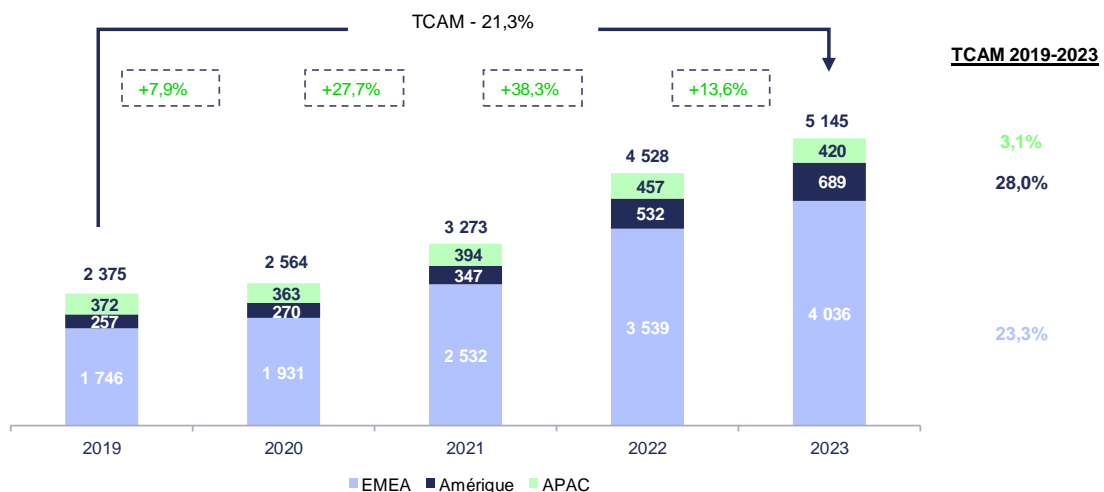
Le Groupe utilise le chiffre d'affaires brut comme indicateur principal, représentant la valeur totale des transactions et des commissions perçues.

Le chiffre d'affaires net correspond au chiffre d'affaires comptabilisé conformément à la norme IFRS 15, qui stipule que les revenus doivent être comptabilisés lorsque le contrôle d'un bien ou d'un service est transféré au client, c'est-à-dire au moment où l'obligation de performance est remplie :

- Lorsqu'Exclusive Networks agit en tant que *Principal* (contrôle du bien avant transfert au client), le chiffre d'affaires net inclut le prix de vente du bien auquel s'ajoute les commissions : c'est le cas notamment pour la plupart des ventes de matériel (*Hardware*) ;
- Lorsqu'Exclusive Networks agit en tant qu'*Agent* (pas de contrôle du bien, mais organisation de la fourniture par une autre entité), seules les commissions perçues pour la mise en relation et la facilitation de la vente sont reconnues comme revenu. C'est le cas notamment pour les ventes de logiciels et services de maintenance (*Software et Support & Maintenance*).

La répartition du chiffre d'affaires du Groupe par géographie au cours de la période analysée est présente ci-après :

Figure 12 - Répartition du chiffre d'affaires brut du Groupe par région de 2019 à 2023



Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023 et Société

Depuis 2019, Exclusive Networks a connu une trajectoire de croissance soutenue avec un taux de croissance annuel moyen de 21,3% entre 2019 et 2023, marquée par des résultats solides, particulièrement dans ses régions historiques avec des contributions importantes des acquisitions et de l'expansion géographique.

En 2020, la Société a fait face à la pandémie de la Covid-19, mais a réussi à afficher une croissance globale du chiffre d'affaires de 7,9%. Le chiffre d'affaires a été soutenu par une forte performance dans les régions EMEA (+10,6%) et Amériques (+4,9%), bien que la région se soit légèrement contractée (-2,5%) en raison de l'impact direct de la Covid-19. La croissance a été particulièrement alimentée par une demande croissante pour des solutions de cybersécurité, avec 80% de l'augmentation attribuée à la fidélisation des vendeurs existants, et 4% provenant des acquisitions.

L'année 2021 a été marquée par une croissance exceptionnelle de près de 30% du chiffre d'affaires. Cette performance a été principalement soutenue par les ventes dans les régions historiques de l'entreprise, représentant 73% du chiffre d'affaires total. L'expansion géographique a contribué à hauteur de 13% et les acquisitions ont représenté 15%. Les régions ont connu des croissances notables : Amériques (+28,7%), EMEA (+31,1%), notamment grâce à l'acquisition de Veracomp et APAC (+8,6%), qui a bien résisté malgré les défis liés à la pandémie.

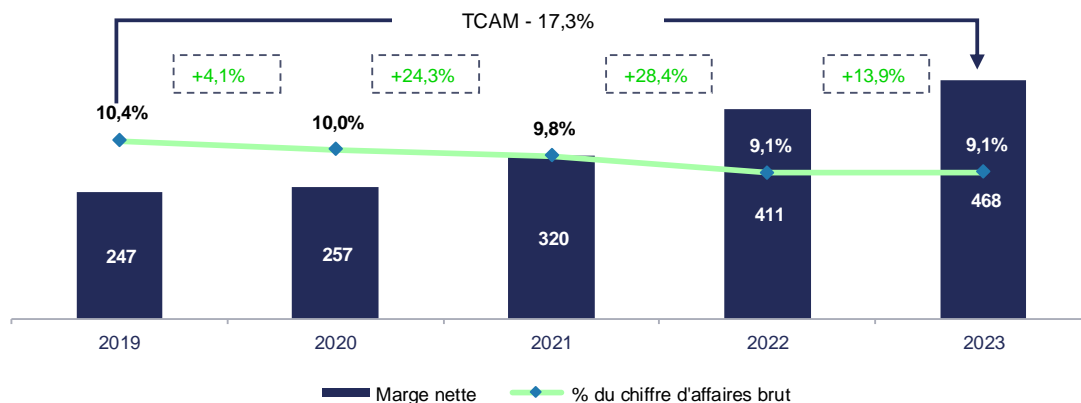
En 2022, le chiffre d'affaires a atteint 4,5 Mds€, marquant une augmentation de 38%. La croissance a été principalement portée par les opérations avec des vendeurs historiques dans leurs zones géographiques actuelles (88%), ainsi que par les acquisitions récentes (8%) et par l'expansion dans de nouvelles zones avec des nouveaux vendeurs et des vendeurs historiques (4%).

En 2023, Exclusive Networks a atteint un chiffre d'affaires brut de 5,1 milliards d'euros, en hausse de 14%. La croissance a été alimentée par des relations solides avec les fournisseurs existants et une demande soutenue dans les régions historiques.

Au 30 juin 2024, Le chiffre d'affaires brut de la Société a enregistré une croissance de 10% par rapport au premier semestre 2023, portée par la croissance organique issue des activités avec les fournisseurs existants dans les zones géographiques actuelles (+4,9%), les acquisitions récentes d'Exclusive Networks (+3,8%), ainsi que l'expansion des fournisseurs (+1,3%).

Marge nette

Figure 13 - Evolution de la marge nette de 2019 à 2023



Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023 et Société

La marge nette affiche une croissance significative entre 2019 et 2023, passant de 247 M€ à 468 M€, soit un taux de croissance annuelle moyen de 17,3%.

Cependant, la marge nette s'est continuellement dégradée en termes de pourcentage du chiffre d'affaires, notamment due à :

- L'expansion d'Exclusive Networks dans les Amériques, où la distribution directe (Tier 0 et Tier 1) moins rentable, domine par rapport à la distribution indirecte (Tier 2) prédominante en EMEA et APAC, a entraîné un effet dilutif sur les marges lors de sa mise en place progressive. En effet, dans les pays éloignés des fournisseurs (principalement basés aux États-Unis), les

marges sont plus élevées en raison des défis liés à la vente (langues, cultures, réglementations, devises) ;

- L'augmentation des gros contrats, bien qu'elle ait renforcé la marge nette en valeur absolue, s'est souvent accompagnée de fortes pressions tarifaires dues à une concurrence intense, ce qui a entraîné une diminution du taux de marge nette ;
- Enfin, la transition progressive vers une activité majoritairement axée sur les logiciels (*software*), au détriment du matériel (*hardware*), a entraîné une contraction de la marge nette en raison des coûts spécifiques associés aux logiciels.

Résultat opérationnel / EBIT ajusté

L'EBIT ajusté correspond au résultat opérationnel courant avant amortissements des immobilisations incorporelles et après retraitements des produits et charges d'exploitation non-courants, tels que les coûts d'implémentation des systèmes d'information, les coûts de restructuration, ainsi que les charges non récurrentes.

Pour analyser la rentabilité d'Exclusive Networks, nous nous appuyerons ici sur un ratio basé sur l'EBIT ajusté en pourcentage de la marge nette¹³ (EBIT ajusté / marge nette). En effet, la part élevée des coûts liés aux biens et services inhérents à l'activité de l'entreprise, ainsi que la prise en compte de la totalité de la valeur des transactions, comme expliqué précédemment, réduisent, selon nous, la pertinence de l'analyse de la rentabilité par référence au chiffre d'affaires. La marge nette, qui se concentre uniquement sur les commissions perçues par la Société à la suite de la vente de ses produits et services, nous semble donc un indicateur plus pertinent que le chiffre d'affaires brut.

Tableau 3 - Passage résultat opérationnel EBIT ajusté 2019 - juin 2024

En M€	2019	2020	2021	2022	2023	TCAM 19-23	S1 2023	S1 2024
Résultat opérationnel	22	30	51	79	111	49,9%	50	47
Dotations aux amortissements des immobilisations incorporelles	54	54	57	60	60	2,7%	30	29
Produits et charges d'exploitation non-courants - IFRS	2	6	4	5	3	10,7%	(1)	5
Produits et charges d'exploitation non-courants - Non-GAAP	4	6	8	9	11	28,8%	5	7
EBIT ajusté	81	95	119	154	186	23,1%	84	88
% du chiffre d'affaires brut	3,4%	3,7%	3,6%	3,4%	3,6%		3,6%	3,4%
% en marge nette	32,7%	36,9%	37,2%	37,5%	39,7%		38,0%	37,4%

Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023, semestriel 2024 et Société

La rentabilité de la Société peut être évaluée à travers l'EBIT ajusté, rapporté à la marge nette.

Avec une marge d'EBIT ajusté entre 36,9% et 39,7% sur les 4 dernières années, Exclusive Networks se place au-dessus de la moyenne des *broadliners* et des VAR à forte croissance.

L'amélioration de la marge sur les derniers exercices est notamment liée à un affinage du mix produit, la Société évaluant chaque contrat en fonction de sa contribution marginale à l'EBIT ajusté et privilégiant les transactions qui contribuent favorablement à l'amélioration de sa marge d'EBIT en pourcentage de la marge nette.

¹³ Pour rappel, la marge nette, présentée dans les comptes d'Exclusive Networks, correspond à la « marge brute ».

Avec un EBIT ajusté de 88 M€ au premier semestre 2024, la Société a enregistré une croissance de 5%. Cependant, la marge d'EBIT a légèrement reculé d'environ 0,6 point en raison des investissements dans les capacités de NextGen. Sans ces investissements, la Société aurait bénéficié d'un impact relatif lui permettant de maintenir un taux d'EBIT ajusté sur marge nette de 38%.

Résultat financier

Le résultat financier (-55 M€ en 2023) correspond essentiellement :

- Au coût de l'endettement financier net (28 M€) lié pour l'essentiel au paiement des intérêts relatifs à la dette senior souscrite le 27 septembre 2021 ;
- Aux charges financières (23 M€) comprenant principalement les charges associées aux programmes d'affacturage et la charge issue des positions monétaires nettes liée à l'hyperinflation en Turquie.

Impôts

Au 31 décembre 2023, les déficits fiscaux reportables de la Société s'élèvent à 61,6 M€, dont 31,5 M€ ont été activés.

4.2 Bilan consolidé de la Société

Tableau 4 - Evolution du bilan d'Exclusive Networks sur la période 2019 - juin 2024

Au 31 décembre - en M€	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Goodwill	274	289	314	295	297	369
Immobilisations incorporelles	1 235	1 167	1 154	1 112	1 055	1 052
Immobilisations corporelles	4	6	7	7	8	9
Droits d'utilisation sur actifs loués	19	22	19	26	26	27
Autres actifs financiers non-courants	22	25	35	40	51	29
Impôts différés actifs	6	13	11	8	7	7
Actif non-courant	1 561	1 521	1 540	1 488	1 444	1 493
Stocks	101	114	150	271	220	185
Créances clients et comptes rattachés	705	864	956	1 132	1 381	1 376
Impôts sur les sociétés	-	-	4	12	10	18
Autres actifs financiers courants	9	14	10	19	9	12
Trésorerie et équivalents de trésorerie	117	163	130	268	369	330
Actif courant	932	1 155	1 250	1 703	1 989	1 921
Actif	2 493	2 675	2 789	3 191	3 433	3 414
Capital social et prime d'émission	740	686	932	976	976	976
Bénéfices non distribués et autres réserves	(31)	-	-	(27)	(4)	(15)
Écarts de conversion	13	-	-	4	(13)	-
Capitaux propres - Part du Groupe	723	686	932	952	959	961
Intérêts ne conférant pas le contrôle	1	1	2	3	2	(1)
Capitaux propres	724	688	935	956	961	960
Passifs financiers non-courants	656	707	486	488	500	480
Dettes de loyers non-courantes	13	15	12	20	19	19
Provisions non-courantes	3	3	4	4	3	4
Autres dettes non-courantes	-	-	5	-	-	-
Impôts différés passifs	301	279	295	274	253	261
Passif non-courant	974	1 004	801	785	776	765
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	680	870	950	1 304	1 583	1 539
Autres passifs financiers courants	101	95	90	128	91	120
Dettes de loyers courantes	6	7	7	8	8	9
Provisions courantes	0	2	2	-	-	-
Passifs dérivés courants	4	6	-	-	-	-
Impôts sur les sociétés	5	5	6	11	14	8
Passif courant	796	984	1 054	1 450	1 696	1 676
Passif	2 493	2 675	2 789	3 191	3 433	3 414

Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023, rapport semestriel 2024

Au 30 juin 2024, le **goodwill** s'élève à 369 M€, contre 297 M€ au 31 décembre 2023, la variation s'expliquant pour l'essentiel par la reconnaissance du *goodwill* de *NextGen* pour un montant de 65,8 M€.

Les **immobilisations incorporelles** (1.052 M€ au 30 juin 2024) représentent plus de 30% du total du bilan et se composent pour l'essentiel de la marque commerciale « Exclusive Networks » (220 M€) et d'un portefeuille de relations avec les fournisseurs (éditeurs) de solution de sécurité informatique, de stockage et d'infrastructure, notamment Fortinet et Palo Alto, pour 833 M€. Ces portefeuilles sont amortis linéairement sur des durées comprises entre 10 et 22 ans.

Nous présentons ci-après le **besoin en fonds de roulement (BFR)** du Groupe¹⁴ entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2024.

Tableau 5 - Evolution du BFR d'Exclusive Networks sur la période 2019 - juin 2024

En M€	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Stocks	101	114	150	271	220	185
Créances clients	650	795	893	1 074	1 304	1 305
Dettes fournisseurs	(559)	(678)	(790)	(1 098)	(1 362)	(1 334)
Besoin en fonds de roulement d'exploitation (après affacturage)	192	231	252	247	161	156
Autres créances	55	67	63	59	77	70
Autres dettes	(121)	(192)	(160)	(206)	(221)	(205)
Besoin en fonds de roulement hors exploitation (après affacturage)	(65)	(125)	(97)	(147)	(144)	(135)
Besoin en fonds de roulement total (après affacturage)	127	106	155	100	17	22
% du chiffre d'affaires brut*	5,3%	4,1%	4,7%	2,2%	0,3%	0,5%
Affacturage	51	38	28	189	285	293
Besoin en fonds de roulement total (avant affacturage)	177	144	182	288	302	314

Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023, rapport semestriel 2024

* Le besoin en fonds de roulement en % du chiffre d'affaires brut pour le S1 2024 a été réalisée sur la base d'un chiffre d'affaires juin 2024 LTM.

La Société a recours à de l'affacturage déconsolidant pour une partie de ses créances clients. Au 30 juin 2024, le montant des créances déconsolidées s'élevait à 293 M€ (contre 285 M€ au 31 décembre 2023). Ce dispositif instauré en 2019 en France et en Espagne, a été étendu à l'Amérique du Nord en 2023.

A fin juin 2024, le BFR comprend notamment les compléments de prix à payer dans les années à venir relatif à NextGen et Consigas pour un montant total de 34,8 M€.

Le BFR total après affacturage est en diminution depuis 2021, atteignant 0,3% du chiffre d'affaires brut en 2023. Cette baisse est majoritairement dû au recours plus important à l'affacturage déconsolidant. Le BFR total avant affacturage apparaît relativement stable sur les dernières années, entre 5,6% et 7,5% du chiffre d'affaires brut.

¹⁴ Il est à noter que les variations du BFR « comptables » calculées par Finexsi peuvent présenter des écarts avec les variations du BFR issues du Tableau de Flux de Trésorerie (TFT) tenant notamment compte d'éléments *cash*.

Situation financière

Tableau 6 - Endettement net d'Exclusive Networks entre 2019 et juin 2024

En M€	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Emprunts bancaires	638	684	454	462	476	474
Emprunts à court terme et autres passifs financiers	75	67	62	61	41	58
Dettes brutes	712	751	516	523	516	532
Trésorerie & équivalents de trésorerie	(117)	(163)	(130)	(268)	(369)	(330)
Concours bancaires courants	11	1	5	6	11	10
Dettes nettes pré-IFRS 16	607	589	392	260	158	212
<i>Levier (Dettes nettes pré-IFRS 16/adj.EBITDA)</i>	<i>6,1x*</i>	<i>4,7x*</i>	<i>3,0x</i>	<i>1,6x</i>	<i>0,8x</i>	<i>1,0x**</i>

* Le levier a été déterminé sur la base de l'EBITDA comptable et non de l'EBITDA ajusté

** Le levier a été déterminé sur la base d'un EBITDA LTM au 30 juin 2024

Sources : Rapports annuels 2021, 2022, 2023, rapport semestriel 2024

Au 30 juin 2024, l'endettement financier brut de la Société s'établit à 532 M€ et se compose :

- D'emprunts bancaires pour 474 M€ ;
- D'emprunts à court terme pour 38 M€ et de 20 M€ de dettes d'affacturage.

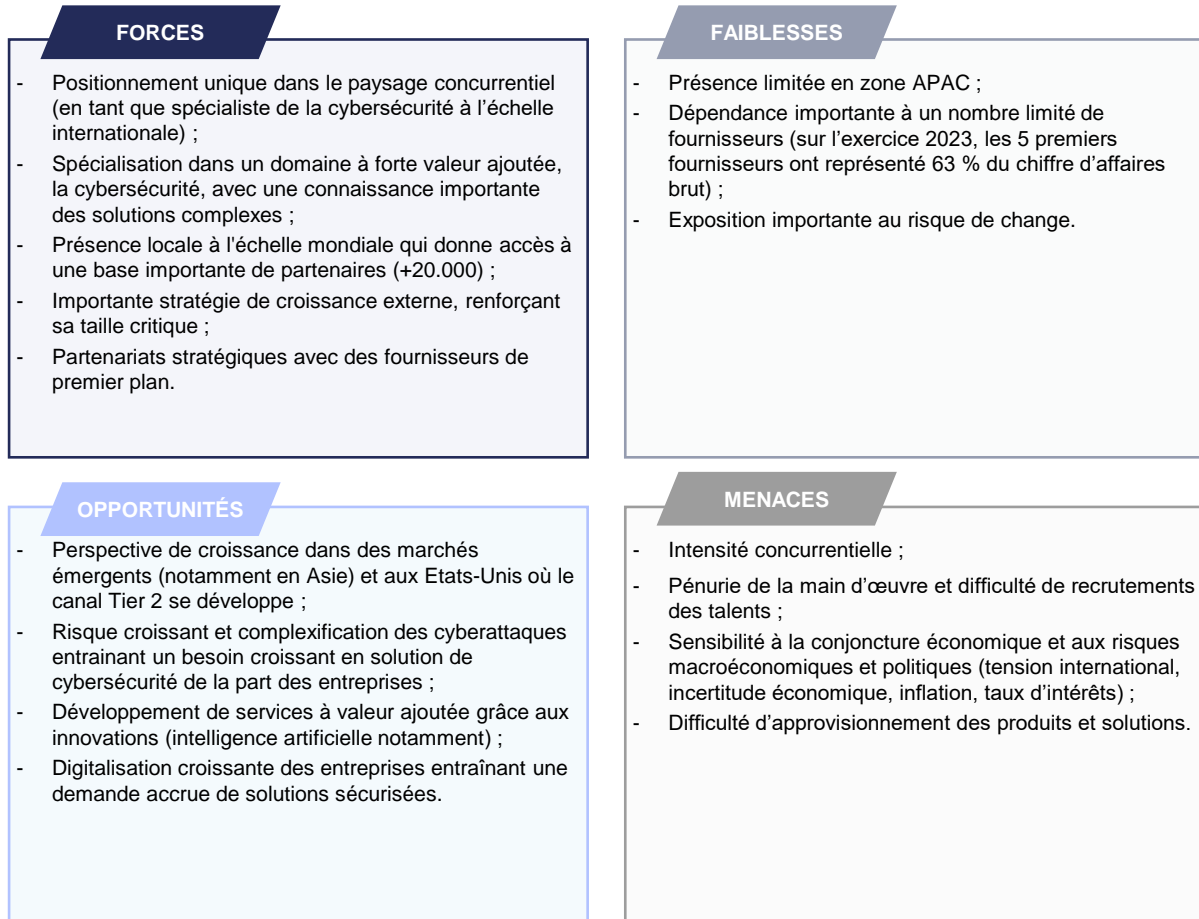
L'endettement financier net d'Exclusive Networks pré-IFRS 16 s'élève à 212 M€, avec un levier de 1,0x sur une base d'EBITDA LTM au 30 juin, inférieur aux seuils fixés par les *covenants* financiers associés aux lignes de crédit et emprunts négociés par la Société avec ses créanciers, contre un levier de 0,8x au 31 décembre 2023.

Dans le cadre de l'Opération et notamment de la Distribution Exceptionnelle, la Société a mis en place un nouveau plan de financement d'un montant maximal de 470 M€, structuré en deux facilités distinctes :

- Deux facilités de crédit différé (DDTL) d'un montant total de 235 M€, d'une durée de 7 ans, avec une marge initiale variant entre 3,25% et 4,00% s'ajoutant au taux de référence €STR, destinés à couvrir les besoins généraux de l'entreprise, notamment le fonds de roulement d'Exclusive Networks ;
- Une facilité de crédit renouvelable de 235 M€, d'une durée de 6,5 ans avec une marge initiale ajustée entre 2,50% et 3,50% en fonction du levier financier défini par les *covenants* du Groupe venant s'ajouter au taux de référence €STR, visant à financer les besoins courants et offrir ainsi une flexibilité financière au Groupe.

5 Matrice SWOT

Figure 14 - Matrice SWOT d'Exclusive Networks



Source : analyse Finexsi

6 Evaluation des actions de la société Exclusive Networks

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Exclusive Networks, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

Comme mentionné précédemment, la Société a procédé à une Distribution Exceptionnelle de réserves et de primes de 5,29 € par action le 16 décembre 2024. Nous avons procédé à une évaluation d'Exclusive Networks en tenant compte de cette Distribution Exceptionnelle. Certaines méthodes ou références utilisées pour cette évaluation, présentent des valeurs avant Distribution Exceptionnelle. Nous présentons donc à la fois les montants avant et après ajustement pour tenir compte de l'impact de cette Distribution Exceptionnelle (soit 5,29 € par action).

6.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise car il n'intègre pas les perspectives de croissance et rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) publié au 30 juin 2024 s'établit à 975 M€, soit une valeur par action de 10,6 € sur une base entièrement diluée.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas d'Exclusive Networks.

6.1.3 La valeur de rendement (actualisation des dividendes futurs)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés bénéficiant d'une capacité de distribution suffisante, avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

À titre d'information, Exclusive Networks a procédé au versement d'un dividende de 0,20 € par action en 2022.

Toutefois, la Société n'ayant pas annoncé au marché de prévisions précises en matière de distribution, nous ne retiendrons pas cette méthode. De plus, elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ci-après « **DCF** »), que nous mettons en œuvre.

6.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère, qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

A titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) sur la base du plan d'affaires 2024E-2028E du *management* extrapolé sur 3 ans par nos soins (cf. §6.4.1) ;
- La référence au cours de bourse d'Exclusive Networks (cf. §6.4.2) ;
- La référence à la récente transaction intervenue sur le capital d'Exclusive Networks (cf. §6.4.3) ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Exclusive Networks (cf. §6.4.4).

A titre secondaire :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (cf. §6.4.5) ;

A titre indicatif :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples extériorisés sur des transactions comparables (cf. §6.4.6).

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Données de référence d'Exclusive Networks

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 novembre 2024, diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société à cette même date et augmenté du nombre d'actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation.

Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation est le suivant :

Tableau 7 - Nombre d'actions dilué retenu au 18 décembre 2024

En unité	18-Dec-24
Nombre d'actions ordinaires en circulation	91 670 286
Nombre d'actions auto-détenues	(1 013 232)
Nombre d'actions à attribuer dans le cadre des plans d'actions gratuites	989 420
Nombre d'actions dilués à retenir	91 646 474

Sources : Société, analyses Finexsi

Nous avons estimé le nombre d'actions à attribuer dans le cadre des plans d'attribution gratuite d'actions en fonction (i) des critères de performance associés à ces plans, et (ii) des prévisions du *management* tirées du plan d'affaires. A noter que le nombre d'actions gratuites a été ajusté d'un

multiple de 1,28 pour tenir compte de la Distribution Exceptionnelle, par décision du Conseil d'administration du 18 décembre 2024, conformément aux dispositions les régissant.

6.3.2 *Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes semestriels consolidés d'Exclusive Networks au 30 juin 2024.

Tableau 8 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'Exclusive Networks au 30 juin 2024

En M€	30-juin-2024
Trésorerie et équivalents de trésorerie	330,0
Dette financière brute	(542,0)
Dette nette	(212,0)
Actifs financiers nets	0,9
Provisions pour retraite et autres avantages au personnel	(3,1)
Compléments de prix	(34,8)
Options de vente des intérêts ne conférant pas le contrôle	(27,5)
Déficits fiscaux reportables	11,6
Distribution exceptionnelle de dividendes	(479,6)
Ajustements	(532,5)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - (post affacturage)	(744,5)
Retraitement de l'affacturage déconsolidant	(293,0)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - (pré affacturage)	(1 037,5)

Sources : Rapport financier semestriel 2024, analyses Finexsi

Au 30 juin 2024, la dette financière nette (hors prise en compte de la dette liée à la norme IFRS16) s'établit à 212 M€ et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté la dette financière nette de la Société des éléments suivants :

- Les actifs financiers d'un montant net de 0,9 M€ correspondant principalement (i) aux prêts accordés par la Société de 3,0 M€, (ii) à la juste valeur des instruments de couverture d'un montant net de 3,2 M€, et (iii) aux créances nettes d'Exclusive Capital de -5,6 M€ issues des ventes de solutions informatiques et aux financements reçus des institutions financières dans le cadre des accords de financement ;
- Les provisions pour retraites et autres charges de personnel, nettes d'impôt, pour un montant de -3,1 M€ ;
- Les compléments de prix (34,8 M€) correspondant au complément de prix de NextGen (30,0 M€) et de Consigas (4,8 M€) ;
- Les options de vente accordées à certains actionnaires minoritaires (27,5 M€), dont notamment Ignition (17,9 M€), Networks Unlimited Mauritius Ltd (3,9 M€), Informatica y Comunicaciones Ingecom SL (2,4 M€) et Networks Unlimited Africa Pty Ltd (1,3 M€) ;
- La valeur actualisée du stock de déficits fiscaux reportables pour un montant de 11,6 M€. Nous précisons que la valeur du stock de déficits fiscaux a été actualisée en fonction de son horizon

de consommation, puis intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la Société. Par conséquent, les économies d'impôts générées par la consommation de ces déficits ne sont pas retenues en diminution de la charge d'impôts dans le DCF ;

- 293 M€ résultant du retraitement de la mobilisation des créances déconsolidées cédées en affacturage. Cette approche permet d'assurer la cohérence avec l'approche utilisée pour la dette nette des comparables boursiers. Par souci de cohérence, nous avons intégré les créances cédées dans le calcul du BFR dans la modélisation des flux de trésorerie¹⁵ ;
- La Distribution Exceptionnelle de réserves et de primes aux actionnaires d'un montant de 479,6 M€ intervenue le 16 décembre 2024.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit à 1.037,5 M€.

Il est par ailleurs précisé que pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée par nos soins dans le plan d'affaires 2024B-2028E du *management* sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, la dette nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant d'environ 28 M€ au 30 juin 2024.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation d'Exclusive Networks

6.4.1 L'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode de valorisation prend en considération les perspectives de développement propres à l'entreprise et représente la valeur fondamentale que peut récupérer l'acquéreur si le plan est mis en œuvre avec succès.

6.4.1.1 Présentation du plan d'affaires 2024B-2028E du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2024B-2028E établi en mai 2024 par le *management* et qui a été approuvé par le Conseil d'administration de la Société le 3 juin 2024.

Les principales hypothèses retenues dans le plan d'affaires sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires brut de 11,7% est attendu sur la période 2024B-2028E, soutenu par la dynamique du marché de la cybersécurité avec une progression de 12,7% pour la région Amériques, de 10,4% pour la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA), ainsi de 9,0% pour la région Asie-Pacifique (NAM). L'acquisition de NextGen renforce également cette dynamique sur la période du plan d'affaires à partir de 2024 ;

¹⁵ Pour information, l'absence de retraitement de l'affacturage dans la dette nette aurait un impact de moins de 2% sur la valeur par action d'Exclusive Networks, déterminée selon la méthode DCF.

- Une diminution progressive de la marge nette de 9,0% en 2024B à 8,0% en 2028E est anticipée pour tenir compte de l'évolution du mix géographique, du mix produit et de la taille des transactions, conformément à la tendance récemment observée ;
- En parallèle, la marge d'EBIT ajustée (en % de la marge nette) devrait légèrement augmenter de 41,5% en 2024B à 42,0% en 2028E ;
- Les besoins d'investissement d'Exclusive Networks sont limités et sont principalement destinés au développement et aux équipements informatiques, ce qui représente environ 0,2% du chiffre d'affaires brut sur la période du plan d'affaires.

Nous avons ajusté ce plan d'affaires des éléments suivants :

- Mise à jour du Budget 2024 avec l'atterrissage 2024, en ligne avec la guidance 2024 confirmée par la Société lors de la présentation de ses résultats du 3^e trimestre 2024 ;
- Prise en compte de certains « autres produits et charges d'exploitation non-courants », correspondant à des décaissements non récurrents par nature, mais qui ont été engagés régulièrement sur les 3 dernières années, dont le montant global annuel moyen s'élève à 9,6 M€, soit 2,4% de la marge nette. Nous avons maintenu un niveau de 2,0% de la marge nette en 2024B diminuant linéairement pour atteindre 1,0% de la marge nette à la fin de la période d'extrapolation et de la valeur terminale ;
- Ajustement du BFR :
 - Neutralisation de l'impact de l'affacturage sur le poste client, afin de calculer un BFR pré affacturage, étant précisé que le montant des créances cédées en affacturage et déconsolidées sont retraitées dans le passage de la valeur d'entreprise à valeur des fonds propres ;
 - Neutralisation de l'impact des compléments de prix relatifs aux acquisitions de NextGen et Consigas, traités dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.
- Prise en compte d'un taux d'imposition moyen pondéré de 23,4%, basé sur un calcul de taux d'imposition par région, pondéré de leur contribution à l'EBIT ajusté de la Société. Il est précisé que ce taux n'intègre pas les déficits fiscaux reportables, ces derniers sont modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette nette pour leur montant actualisé (cf. §6.3.2).

Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions fortes du *management*, repose sur la capacité du Groupe à délivrer les performances opérationnelles et commerciales ambitieuses attendues à des niveaux supérieurs aux niveaux historiques dans un environnement incertain. Ce plan d'affaires apparaît donc volontariste.

6.4.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Extrapolation

Nous avons extrapolé le plan d'affaires sur 3 années supplémentaires, soit sur la période 2029E-2031E, afin de tendre progressivement vers une performance normative. L'extrapolation repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires brut en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu de 2,35% (cf. ci-après) ;
- Un taux de marge nette qui tend linéairement vers 7,5% (cf. ci-après) ;
- Un taux d'EBIT ajusté sur la marge nette, qui reste identique à la dernière année du plan d'affaires, soit 42,0% ;
- Un niveau d'autres produits et charges d'exploitation non-courants, qui tend linéairement vers -1,0% de la marge nette la dernière année de la période d'extrapolation ;
- Un niveau d'investissement stable à 0,2% du chiffre d'affaires brut, correspondant à la dernière année du plan d'affaires ;
- Un niveau de dépréciations et amortissements qui converge au niveau des investissements ;
- Un BFR d'Exclusive Networks stable à 6,6% du chiffre d'affaires brut correspondant à la dernière année du plan d'affaires. La variation de BFR de NextGen est stable également à 2,6% de la variation du chiffre d'affaires NextGen en cohérence avec la dernière année du plan d'affaires.

Impôt sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition pondéré par les zones géographiques d'implantation de la Société de 23,4%.

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2024, date à laquelle le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est déterminé.

6.4.1.3 Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,35% a été retenu pour le flux normatif, calculé sur les prévisions d'inflation à long terme des pays dans lesquels Exclusive Networks opère, en fonction de leur contribution au chiffre d'affaires de la Société.

Le flux normatif a été construit sur la base

- D'un taux de marge nette de 7,5%, considéré soutenable sur le long terme, reflétant l'augmentation des volumes de transactions dans la région Amériques, ainsi que la vente de produits de *software* ;
- D'un EBIT ajusté sur la marge nette maintenu à 42,0%, correspondant à celui de la dernière année du plan d'affaires ;
- De charges d'exploitation non-courantes d'environ 8 M€, au titre de la récurrence de ce type de coûts observés sur la période historique. Ce montant représente 1,0% de la marge nette ;
- De dotations aux amortissements considérées comme égales aux investissements ;
- Du maintien d'un niveau de BFR en cohérence avec les hypothèses du plan d'affaires et de l'extrapolation ;
- D'un taux d'impôt normatif de 23,4%.

6.4.1.4 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 9,64% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 3,01%, correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois au 31 décembre 2024, source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché actions de 5,46% (moyenne 6 mois à fin décembre 2024, source : modèle interne Finexsi) ;
- Un bêta désendetté de 0,95 (moyenne 2 ans des bêtas des comparables boursiers retenus dans notre échantillon (cf. §6.4.4)) ;
- Une prime de taille de 0,6% justifiée par la différence entre la taille d'Exclusive Networks et celle des sociétés comparables retenues pour le bêta (cf. §6.4.4) (Source : Kroll (Duff & Phelps) / Ibbotson) ;
- Une prime de risque pays de 1,0% afin de tenir compte du risque opérationnel dans certaines zones géographiques où intervient la Société (source : Damodaran) ;
- Un coût de la dette avant impôt de 6,5%¹⁶ correspondant aux modalités des nouveaux financements de la Société ;
- Un *gearing* de 18,8% correspondant aux *gearings* observés sur les comparables boursiers sélectionnés. Nous avons privilégié la prise en compte d'un *gearing* sectoriel pour refléter une situation de long-terme dans la mesure où le *gearing* actuel de la Société reflète une situation non-normative au regard de l'endettement lié au financement de la Distribution Exceptionnelle. Nous notons par ailleurs que le *gearing* sectoriel est encadré par le *gearing* de la Société avant et après refinancement ;
- Un taux d'imposition de 23,4%.

6.4.1.5 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise d'Exclusive Networks ressort à 2.679 M€. Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le montant des fonds propres s'établit à 1.642 M€, soit 17,92 € par action Exclusive Networks.

Les sensibilités de la valeur par action Exclusive Networks à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de +/-0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de +/-0,5 point), et (ii) à une variation combinée, et (iii) du taux d'actualisation (de +/-0,5 point) et du taux de marge d'EBIT ajusté normatif (+/- 1 point), sont présentées ci-après :

¹⁶ Sur la base des taux SOFR et €STR au 31 décembre 2024.

Figure 15 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		9,14%	9,39%	9,64%	9,89%	10,14%
Croissance à l'infini (%)	1,9%	18,78	17,73	16,76	15,84	14,98
	2,1%	19,44	18,34	17,32	16,36	15,46
	2,4%	20,16	19,00	17,92	16,91	15,97
	2,6%	20,93	19,70	18,56	17,50	16,51
	2,9%	21,76	20,45	19,25	18,13	17,09

Source : Analyses Finexsi

Figure 16 - Analyse de la sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBIT ajusté

		Taux d'actualisation				
		9,14%	9,39%	9,64%	9,89%	10,14%
EBIT ajusté (% marge nette)	41,0%	19,55	18,42	17,37	16,39	15,47
	41,5%	19,85	18,71	17,64	16,65	15,72
	42,0%	20,16	19,00	17,92	16,91	15,97
	42,5%	20,46	19,28	18,19	17,17	16,22
	43,0%	20,76	19,57	18,46	17,43	16,47

Source : Analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette resserrée de valeurs comprises entre 16,91 € et 19,00 € par action Exclusive Networks, avec une valeur centrale de 17,92 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +12,1% sur la borne basse, une prime de +5,8% sur la valeur centrale et une décote de -0,2% sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.2 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)

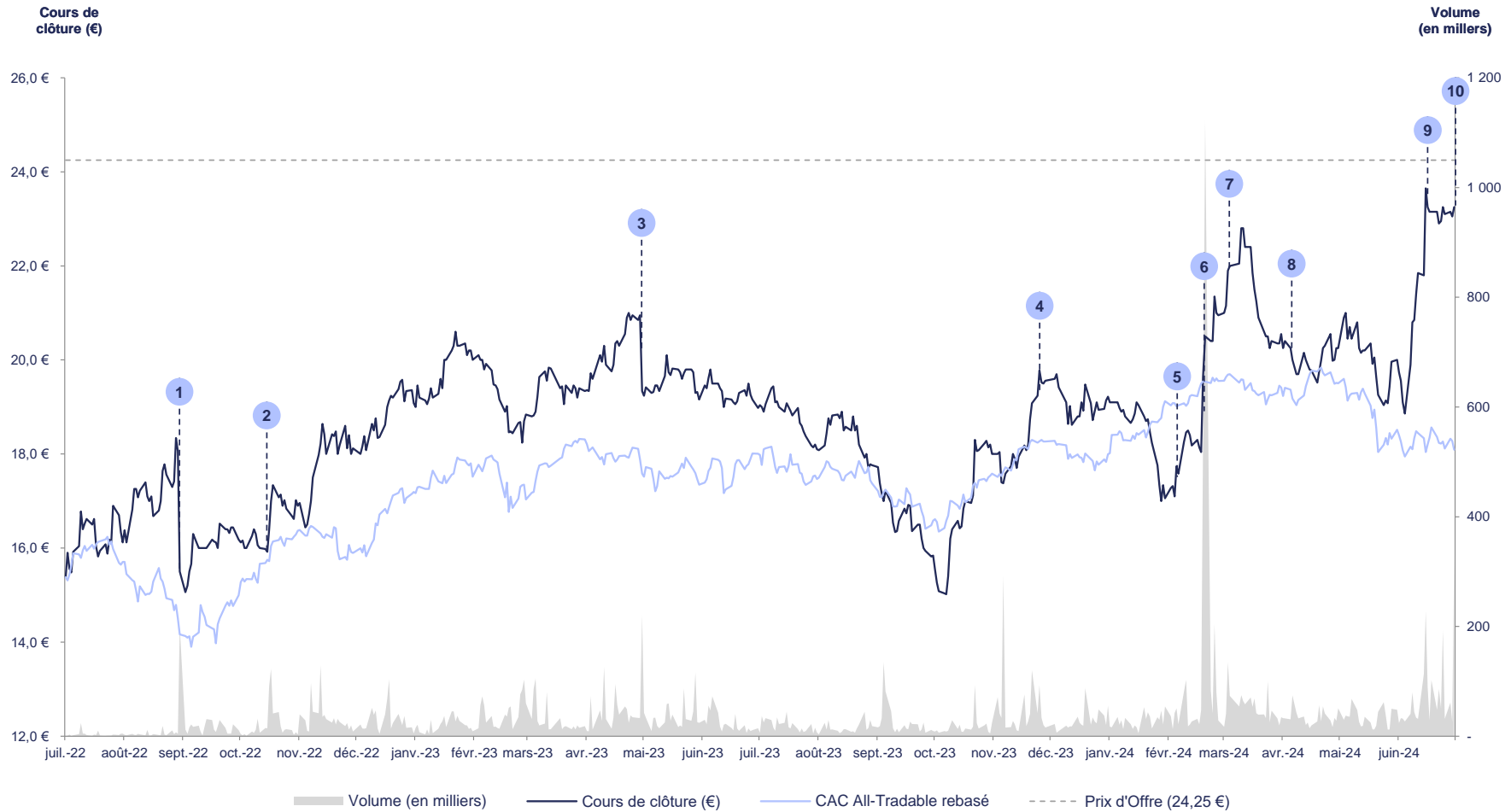
Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions Exclusive Networks sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0014005DA7) depuis le 23 septembre 2021.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'à la clôture du 23 juillet 2024, l'Offre ayant été annoncée au marché le 24 juillet 2024 avant bourse.

Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre Exclusive Networks

Le cours de bourse d'Exclusive Networks a évolué comme suit, sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Offre du 23 juillet 2024.



Source : Capital IQ

Pour mémoire, l'introduction en bourse d'Exclusive Networks le 23 septembre 2021 a été réalisée au prix d'offre de 20,00 € par action.

Sur la période observée, les principaux événements ayant impacté l'évolution du cours de bourse sont les suivants :

- Le 23 septembre 2022 (n°1), la période de blocage de 360 jours des anciens managers et employés d'Exclusive Networks mise en place dans le cadre de l'introduction en bourse est arrivée à échéance ;
- Le 9 novembre 2022 (n°2), Exclusive Networks publie le chiffre d'affaires brut du troisième trimestre 2022, en hausse de +38% à taux de change constant, atteignant 1,1 Md€. Ce dernier est notamment soutenu par (i) l'intégration et l'approfondissement des relations avec les fournisseurs existants, (ii) l'acquisition de nouveaux fournisseurs, comme Cymulate, et (iii) l'extension des contrats avec des fournisseurs stratégiques, comme Mimecast ;
- Le 24 mai 2023 (n°3), la Société annonce procéder au rachat de 0,6% de son capital à un prix unitaire de 19,0 € par action, pour un montant total de 10 M€. Ce rachat s'inscrit dans le cadre de la cession par HTIVB d'une participation d'environ 3,7% de son capital par voie de placement privé accéléré. ;
- Le 18 décembre 2023 (n°4), Exclusive Networks annonce avoir procédé à l'acquisition de la totalité du capital de Consigas, fournisseur de services cybersécurité spécialisé dans les formations et le conseil ;
- Le 29 février 2024 (n°5), Exclusive Networks publie son chiffre d'affaires pour l'année 2023, affichant une hausse de 14%, atteignant 5,1 Mds€. Cette performance s'explique notamment par une augmentation de 33% de l'activité à taux de change constant en Amériques ;
- Le 14 mars 2024 (n°6), Reuters publie un article sur le potentiel rachat par l'actionnaire majoritaire Permira, en collaboration avec des fonds d'investissement, suivi d'un retrait de cote ;
- Le 28 mars 2024 (n°7), Exclusive Networks annonce le rachat de NextGen Group, spécialisé dans les solutions de cybersécurité, afin de renforcer son implantation en Australie et Nouvelle-Zélande ;
- Le 29 avril 2024 (n°8), Exclusive Networks publie ses résultats pour le premier trimestre 2024. Ces derniers sont en hausse à hauteur de 6%, principalement soutenue par la zone EMEA ;
- Le 9 juillet 2024 (n°9), à la suite des rumeurs et d'une hausse importante du cours à partir du 1^{er} juillet 2024, Exclusive Networks confirme la réception d'une indication d'intérêt non contraignante de la part de Clayton Dubilier & Rice et Permira ;
- Le 24 juillet 2024 (n°10), Exclusive Networks annonce la réception d'une offre ferme de la part de Clayton Dubilier & Rice et Permira.

Postérieurement à l'annonce de l'Offre, le cours du titre Exclusive Networks a évolué à des niveaux inférieurs au prix d'Offre de 24,25 €, avec un plus haut en séance à 24,2 € le 10 décembre 2024, et un plus bas en séance à 22,8 € le 6 août 2024. À noter que le cours s'est ajusté à la suite de la Distribution Exceptionnelle et s'est établi à 18,86 € à la clôture du 18 décembre 2024 (veille du dépôt de l'Offre).

Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Exclusive Networks

Nous présentons ci-après les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, « **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent (i) avant les rumeurs (soit préalablement au 14 mars 2024) et (ii) avant la confirmation de la réception d'une indication non contraignante de la part du *Consortium*, avant bourse au 9 juillet 2024 (nous effectuons notre analyse au 28 juin 2024, dernière date considérée comme non impactée par les rumeurs de l'acquisition – voir ci-après), sur une période de 24 mois.

Tableau 9 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Exclusive Networks au 13 mars 2024

Cours moyen pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 24,25€	Volumes échangés (en milliers)		Capital échangé (en milliers)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (13/3/2024)	18,04	+34,4 %	48	48	869	869	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %
CMPV 1 mois	17,96	+35,0 %	38	794	680	14 271	0,0 %	0,9 %	0,1 %	2,8 %
CMPV 60 jours	18,62	+30,2 %	31	1 885	585	35 102	0,0 %	2,1 %	0,1 %	6,6 %
CMPV 3 mois	18,64	+30,1 %	33	2 045	615	38 130	0,0 %	2,3 %	0,1 %	7,1 %
CMPV 6 mois	18,04	+34,4 %	30	3 828	544	69 062	0,0 %	4,2 %	0,1 %	13,4 %
CMPV 12 mois	18,75	+29,4 %	31	7 885	577	147 805	0,0 %	8,7 %	0,1 %	27,6 %
CMPV 24 mois	18,48	+31,2 %	23	11 641	419	215 174	0,0 %	12,9 %	0,1 %	43,8 %
Plus haut 12 mois (17/5/2023)	21,00	+15,5 %								
Plus bas 12 mois (31/10/2023)	15,02	+61,5 %								
Plus haut 24 mois (17/5/2023)	21,00	+15,5 %								
Plus bas 24 mois (28/6/2022)	14,54	+66,8 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 14 mars 2024, le volume cumulé des actions Exclusive Networks échangées est de 7.885 milliers d'actions (soit environ 31 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 8,7% et la rotation du flottant à 27,6%.

Sur 24 mois d'observation, le volume cumulé d'actions échangées s'élève à 11.641 milliers (soit environ 23 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 12,9% et la rotation du flottant à 43,8%.

Sur la base du cours au 13 mars 2024 et du CMPV 60 jours à cette date, le prix d'Offre extériorise une prime de respectivement 34,4% et de 30,2%.

Nous avons également analysé les CMPV et la liquidité du titre Exclusive Networks ajustés de la Distribution Exceptionnelle de réserves et de primes de 5,29 €. Nous présentons ce tableau ci-après.

Tableau 10 - Analyse des CMPV ajustés de la Distribution Exceptionnelle de 5,29 € et de la liquidité du titre Exclusive Networks au 13 mars 2024

Cours moyen pondérés par les volumes	en €/action ajusté de la Distrib. Except.	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 18,96€	Volumes échangés (en milliers)		Capital échangé (en milliers)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (13/3/2024)	12,75	+48,7 %	48	48	617	617	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %
CMPV 1 mois	12,67	+49,6 %	38	794	479	10 068	0,0 %	0,9 %	0,1 %	2,8 %
CMPV 60 jours	13,33	+42,2 %	31	1 885	419	25 129	0,0 %	2,1 %	0,1 %	6,6 %
CMPV 3 mois	13,35	+42,0 %	33	2 045	440	27 309	0,0 %	2,3 %	0,1 %	7,1 %
CMPV 6 mois	12,75	+48,7 %	30	3 828	384	48 807	0,0 %	4,2 %	0,1 %	13,4 %
CMPV 12 mois	13,46	+40,9 %	31	7 885	414	106 092	0,0 %	8,7 %	0,1 %	27,6 %
CMPV 24 mois	13,19	+43,7 %	23	11 641	299	153 588	0,0 %	12,9 %	0,1 %	43,8 %
Plus haut 12 mois (17/5/2023)	15,71	+20,7 %								
Plus bas 12 mois (31/10/2023)	9,73	+94,9 %								
Plus haut 24 mois (17/5/2023)	15,71	+20,7 %								
Plus bas 24 mois (28/6/2022)	9,25	+105,0 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

En prenant en compte la Distribution Exceptionnelle, sur la base du cours au 13 mars 2024 et du CMPV 60 jours à cette même date, le prix d'Offre de 18,96 € extériorise une prime de 48,7% et 42,2% respectivement.

Par ailleurs, nous présentons ci-après les CMPV au 28 juin 2024, dernière date considérée comme non impactée préalablement au 9 juillet 2024¹⁷, date à laquelle la Société a confirmé avoir reçu une indication d'intérêt non contraignante de la part de *Consortium*.

En effet, on note (i) une augmentation significative du cours d'Exclusive Networks à partir du 1^{er} juillet 2024, passant de 18,9 € (à la clôture du 28 juin 2024) à 21,8 € (au 8 juillet 2024), soit une hausse de +15,6%, ainsi que (ii) des volumes échangés deux fois plus importants en moyenne sur cette période par rapport à la moyenne observée historiquement.

¹⁷ Etant précisé que le communiqué est publié le 9 juillet 2024, avant bourse.

Tableau 11 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Exclusive Networks au 28 juin 2024

Cours moyen pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 24,25€	Volumes échangés (en milliers)		Capital échangé (en milliers)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (28/6/2024)	18,86	+28,6 %	27	27	508	508	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %
CMPV 1 mois	19,92	+21,8 %	32	734	636	14 623	0,0 %	0,8 %	0,1 %	2,6 %
CMPV 60 jours	20,36	+19,1 %	36	2 188	742	44 547	0,0 %	2,4 %	0,1 %	7,6 %
CMPV 3 mois	20,58	+17,9 %	38	2 454	789	50 491	0,0 %	2,7 %	0,1 %	8,6 %
CMPV 6 mois	19,95	+21,6 %	50	6 386	1 003	127 377	0,1 %	7,1 %	0,2 %	22,3 %
CMPV 12 mois	19,34	+25,4 %	37	9 557	722	184 817	0,0 %	10,6 %	0,1 %	33,5 %
CMPV 24 mois	19,08	+27,1 %	31	16 044	597	306 063	0,0 %	17,8 %	0,1 %	57,0 %
Plus haut 12 mois (4/4/2024)	22,80	+6,4 %								
Plus bas 12 mois (31/10/2023)	15,02	+61,5 %								
Plus haut 24 mois (4/4/2024)	22,80	+6,4 %								
Plus bas 24 mois (29/6/2022)	14,74	+64,5 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

L'analyse sur les 12 derniers mois antérieurs au 1^{er} juillet 2024 fait ressortir un volume cumulé d'actions Exclusive Networks échangées de 9.557 milliers d'actions (soit environ 37 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 10,6% et la rotation du capital flottant à 33,5%.

Sur la base du cours au 28 juin 2024 et du CMPV 60 jours à cette même date, le prix d'Offre extériorise une prime de, respectivement 28,6% et de 19,1% sur le prix d'Offre de 24,25 €.

Nous présentons ci-après l'analyse des CMPV et de la liquidité du titre Exclusive Networks au 28 juin 2024 ajustés de la Distribution Exceptionnelle de 5,29 €.

Tableau 12 - Analyse des CMPV ajustés de la Distribution Exceptionnelle de 5,29 € et de la liquidité du titre Exclusive Networks au 28 juin 2024

Cours moyen pondérés par les volumes	en €/action ajusté de la Distrib. Except.	Prime / (décote) induite par le prix d'Offre de 18,96€	Volumes échangés (en milliers)		Capital échangé (en milliers)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (28/6/2024)	13,57	+39,7 %	27	27	366	366	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %
CMPV 1 mois	13,64	+39,0 %	32	734	435	10 016	0,0 %	0,8 %	0,1 %	2,6 %
CMPV 60 jours	14,74	+28,6 %	36	2 188	538	32 250	0,0 %	2,4 %	0,1 %	7,6 %
CMPV 3 mois	14,99	+26,5 %	38	2 454	575	36 786	0,0 %	2,7 %	0,1 %	8,6 %
CMPV 6 mois	14,54	+30,4 %	50	6 386	731	92 872	0,1 %	7,1 %	0,2 %	22,3 %
CMPV 12 mois	13,97	+35,7 %	37	9 557	522	133 538	0,0 %	10,6 %	0,1 %	33,5 %
CMPV 24 mois	13,74	+38,0 %	31	16 044	430	220 465	0,0 %	17,8 %	0,1 %	57,0 %
Plus haut 12 mois (4/4/2024)	17,51	+8,3 %								
Plus bas 12 mois (31/10/2023)	9,73	+94,9 %								
Plus haut 24 mois (4/4/2024)	17,51	+8,3 %								
Plus bas 24 mois (29/6/2022)	9,45	+100,6 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

En prenant en compte la Distribution Exceptionnelle, sur la base du cours au 28 juin 2024, dernière date considérée comme non impactée préalablement au 9 juillet 2024, et du CMPV 60 jours à cette même date, le prix d'Offre de 18,96 € extériorise une prime de respectivement 39,7% et 28,6%.

6.4.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Dans le cadre des opérations préalables à l'Offre, le Fondateur et Everest UK HoldCo ont respectivement cédé 4.176.664 et 25.501.852 actions détenues dans Exclusive Networks à Etna French Bidco, pour un prix de cession ferme et définitif de 18,96 € par action, soit au prix d'Offre.

Ces cessions représentent 48,6% des participations respectives du Fondateur et d'Everest UK HoldCo dans Exclusive Networks préalablement aux cessions, soit une part significative de leur investissement initial, et globalement 32,4% du capital social de la Société. Le prix de cession de 18,96€ par action n'est assorti d'aucun complément de prix.

Par conséquent, le prix de cession de 18,96 € par action constitue une référence de valorisation directe et pertinente des titres de Exclusive Networks.

6.4.4 Les objectifs de cours des analystes (à titre principal)

L'examen des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas en tant que tel une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

Exclusive Networks fait l'objet d'un suivi par 9 analystes financiers¹⁸ communiquant de manière plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société, et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

De manière cohérente avec la présentation du cours de bourse, nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés par les analystes (i) préalablement à la rumeur concernant une possible Offre Publique avec Retrait Obligatoire d'Exclusive Networks envisagée par Permira (parue le 14 mars 2024) et (ii) avant la confirmation de la réception d'une indication d'intérêt non-contraignante de la part du *Consortium*, soit avant le 1^{er} juillet 2024.

Tableau 13 - Objectifs de cours des analystes publiés avant le 14 mars 2024

Date	Analyste	Prix cible	Prime / (décote) sur le Prix d'Offre de 24,25 €	Prix cible ajusté de la Distribution Exceptionnelle	Prime / (décote) sur le Prix d'Offre post distribution de 18,96 €
29-janv.-24	Redburn Atlantic	19,0 €	27,6%	13,7 €	38,3%
29-févr.-24	Citi	25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
29-févr.-24	Stifel	25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
01-mars-24	Oddo BHF	18,0 €	34,7%	12,7 €	49,2%
01-mars-24	Kepler Cheuvreux	25,5 €	(4,9%)	20,2 €	(6,2%)
01-mars-24	Morgan Stanley	24,5 €	(1,0%)	19,2 €	(1,3%)
04-mars-24	Bernstein - Société Générale	25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
07-mars-24	JP Morgan	24,0 €	1,0%	18,7 €	1,3%
Minimum		18,0 €		12,7 €	
Moyenne		23,3 €	4,3%	18,0 €	5,6%
Médiane		24,8 €	(2,0%)	19,5 €	(2,6%)
Maximum		25,5 €		20,2 €	

Sources : Capital IQ, notes d'analystes

Avant la publication de la rumeur par Reuters, les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette comprise entre 18,0 € et 25,5 €, avec une moyenne à 23,3 €.

En retraitant les objectifs de cours de la Distribution Exceptionnelle de 5,29 €, ces derniers se situent dans une fourchette comprise entre 12,7 € et 20,2 €, avec une moyenne à 18,0 €. Le prix d'Offre de 18,96 € par action extériorise ainsi une prime de 5,6% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs des analystes publiés préalablement au 1^{er} juillet 2024.

¹⁸ Échantillon composé de : Bernstein - Société Générale, Bryan, Garnier & Co, Citi, JP Morgan, Kepler Cheuvreux, Morgan Stanley, Oddo BHF, Redburn Atlantic et Stifel

Tableau 14 - Objectifs de cours des analystes publiés avant le 1^{er} juillet 2024

Date	Analyste	Prix cible	Prime / (décote) sur le Prix d'Offre de 24,25 €	Prix cible ajusté de la Distribution Exceptionnelle	Prime / (décote) sur le Prix d'Offre post distribution de 18,96 €
29-janv.-24	Redburn Atlantic	19,0 €	27,6%	13,7 €	38,3%
28-mars-24	Bernstein - Société Générale	25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
29-avr.-24	Citi	25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
30-avr.-24	Oddo BHF	20,0 €	21,3%	14,7 €	28,9%
30-avr.-24	Stifel	26,0 €	(6,7%)	20,7 €	(8,5%)
30-avr.-24	Kepler Cheuvreux	26,0 €	(6,7%)	20,7 €	(8,5%)
30-avr.-24	JP Morgan	24,0 €	1,0%	18,7 €	1,3%
30-avr.-24	Bryan, Garnier & Co	29,0 €	(16,4%)	23,7 €	(20,0%)
01-mai-24	Morgan Stanley	26,5 €	(8,5%)	21,2 €	(10,6%)
Minimum		19,0 €		13,7 €	
Moyenne		24,5 €	(1,0%)	19,2 €	(1,3%)
Médiane		25,0 €	(3,0%)	19,7 €	(3,8%)
Maximum		29,0 €		23,7 €	

Sources : Capital IQ, notes d'analystes

Hormis Redburn Atlantic, l'ensemble des analystes a publié de nouvelles notes depuis le 14 mars 2024 :

- 3 analystes (Bernstein - Société Générale, Citi et JP Morgan) ont maintenu les cours cibles précédant la rumeur ;
- 4 analystes (Oddo BHF, Stifel, Kepler Cheuvreux et Morgan Stanley) ont modifié à la hausse leur objectif de cours, principalement dans le but de prendre en compte les résultats du premier trimestre 2024 et la récente acquisition de NextGen par la Société :
 - Le 30 avril 2024, Oddo BHF relève son prix cible de 18,0 € à 20,0 € en conservant sa recommandation à « sous-performance ». Cette modification du prix cible reflète la révision à la hausse des prévisions de croissance à la suite de l'intégration de NextGen et de l'actualisation des données de marché. En revanche, le profil de valorisation de la Société n'est pas encore considéré comme suffisamment attractif par l'analyste, expliquant le maintien de sa recommandation. Les rumeurs ne sont à ce stade, pas considérées par l'analyste (bien que mentionnées) ;
 - Le 30 avril 2024, Stifel ajuste son prix cible passant de 25,0 € à 26,0 € afin de prendre en compte l'acquisition récente de NextGen. L'analyste réitère sa recommandation à l'achat pour trois raisons qui sont : la croissance élevée des revenus, l'amélioration de la dynamique du marché de la cybersécurité et la potentielle acquisition d'Exclusive Networks par Permira ;
 - Le 30 avril 2024, Kepler Cheuvreux a relevé son prix cible pour refléter la finalisation de l'acquisition de NextGen. L'analyste considère ainsi qu'Exclusive Networks est en mesure de profiter de la croissance et de la stabilisation, du marché de la cybersécurité, en s'appuyant notamment sur son *track record* opérationnel important, son portefeuille de fournisseurs diversifié et son empreinte géographique internationale. Enfin, il mentionne le caractère crédible des rumeurs d'un rachat de la part de Permira et maintient à l'achat sa recommandation ;

- Enfin, Morgan Stanley réitère sa recommandation à « surpondérée » et augmente son prix cible de 24,5 € à 26,5 € afin de prendre en compte les résultats du premier trimestre 2024, au 1^{er} mai 2024.
- 1 nouvel analyste (Bryan, Garnier & Co) a commencé à suivre la Société en publiant une note d'initiation avec un prix cible à 29,0 €. Ce dernier tient compte (i) de la croissance à deux chiffres du marché de la cybersécurité, (ii) de la réduction des risques de perturbation grâce au positionnement de la Société en tant que distributeur à valeur ajoutée et (iii) des rumeurs d'une prise de contrôle par Permira.

Avant le 1^{er} juillet 2024, les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette comprise entre 19,0 € et 29,0 €. En tenant compte de la Distribution Exceptionnelle de 5,29 €, les objectifs de cours des analystes retraités se situent dans une fourchette comprise entre 13,7 € et 23,7 €. Le prix d'Offre extériorise ainsi une décote de -1,3% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes ajustés de la Distribution Exceptionnelle, soit 19,2 €.

6.4.5 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités d'Exclusive Networks, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables en raison notamment de son implantation géographique (78% du chiffre d'affaires 2023 réalisé en zone EMEA, 13% en Amériques et 8% en zone APAC), de sa taille (chiffre d'affaires retraité d'IFRS 15 de 1.559 M€ et chiffre d'affaires brut de 5.145 M€), de son mix produit (davantage orienté vers le *software* représentant 49% de son chiffre d'affaires) et de sa spécialisation dans la cybersécurité. Pour l'ensemble de ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Exclusive Networks bénéficie d'un positionnement hybride dans la chaîne de valeur. En effet, elle se définit comme un distributeur à valeur ajoutée, dont les principaux concurrents sont en réalité des distributeurs généralistes internationaux et régionaux. Ces derniers extériorisant des multiples d'EBIT ajusté compris entre 8,0x et 9,3x en moyenne. La spécialisation d'Exclusive Networks dans la cybersécurité lui offre alors une singularité importante face à ces acteurs. Par ailleurs, la Société offre des services proches de ceux proposés par les revendeurs à valeur ajoutée, dont les multiples sont compris entre 9,0x et 10,7x en moyenne. Ainsi, afin de pleinement tenir compte de ce positionnement unique, nous avons constitué un échantillon de 8 sociétés cotées composé à la fois des distributeurs (généralistes et internationaux) et des revendeurs à valeur ajoutée (internationaux).

Nous présentons ci-après les sociétés retenues :

- ALSO Holding AG, distributeur à valeur ajoutée suisse, propose des produits (Hardware et Software) et des services dans le secteur des technologies de l'information et de la communication. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires net d'environ 10 Mds€ (dont 30% sont réalisés en Allemagne, 14% en Pologne, 12% dans les Pays-Bas, 10% en Suisse et 34% dans les autres pays d'Europe) ;
- Arrow Electronics Inc. est un distributeur à valeur ajoutée américain fournissant des solutions technologiques sur deux segments : les composants électroniques (semi-conducteurs, produits d'interconnexion, produits informatiques et de mémoires, etc.) et les solutions informatiques d'entreprise. La société propose également des services connexes. En 2023,

Arrow Electronics a réalisé un chiffre d'affaires de 30 Mds€, dont environ un tiers réalisé aux États-Unis, 15% en Chine et à Hong Kong, 13% en Allemagne et 38% dans le reste du monde (la société opérant dans plus de 85 pays) ;

- TD SYNEX Corporation est un distributeur à valeur ajoutée américain proposant une large gamme de produits, de services et de solutions technologiques (comme du matériel informatique, des logiciels et des services *Cloud*). Au 30 novembre 2023, TD SYNEX a réalisé un chiffre d'affaires de 53 Mds€, dont 60% en Amériques, 34% en Europe et 6% en zone Asie-Pacifique et au Japon ;
- Redington Limited est un distributeur à valeur ajoutée indien, se concentrant sur la distribution de produits technologiques, de solutions *Cloud* et de services. Au 31 mars 2024, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 10 Mds€, dont environ 47% en Inde, à Singapour et en Asie du Sud et 53% dans le reste du monde (essentiellement en Afrique et au Moyen-Orient) ;
- SeSa S.p.A est un distributeur à valeur ajoutée italien fournissant des produits informatiques, des logiciels, ainsi que des services comme de la logistique. La société opère essentiellement en Italie et également en Allemagne, en France, en Espagne, en Autriche, en Suisse, en Roumanie, au Mexique et en Chine. SeSa a réalisé au 30 avril 2024 un chiffre d'affaires de 3 Mds€ ;
- Basé en Allemagne, Bechtle AG est un revendeur à valeur ajoutée de produits informatiques (à la fois de matériels et des logiciels) et des services de conseil en stratégie IT, ainsi que la planification, l'intégration de systèmes, et la formation (notamment pour le *Cloud*, la cybersécurité, et l'intelligence artificielle). En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 6 Mds€, dont la majorité est réalisée en Allemagne (62% du chiffre d'affaires 2023), en France (11% du chiffre d'affaires 2023), aux Pays-Bas (9% du chiffre d'affaires), en Suisse (6% du chiffre d'affaires) et dans le reste de l'Europe (12% du chiffre d'affaires réalisé en Autriche, Belgique, République Tchèque, Hongrie, Irlande, Italie, Pologne, Portugal, Espagne et au Royaume-Uni) ;
- Crayon Group Holding AG est un revendeur à valeur ajoutée norvégien spécialisé dans la revente de logiciels et le conseil informatique (lié au *Cloud* et à l'intelligence artificielle). En 2023, Crayon Group a réalisé en 2023 un chiffre d'affaires de 571 M€, dont 41% dans les pays nordiques, 27% en zone APAC et Moyen-Orient, 22% en Europe et 10% aux États-Unis ;
- SoftwareONE Holding AG, revendeur à valeur ajoutée, est une société suisse spécialiste dans les solutions logicielles et le *Cloud*. La Société a réalisé un chiffre d'affaires de 1 Md€ en 2023, dont 62% sont réalisés en zone EMEA, 14% en Amérique du Nord, 10% en Amérique latine et 14% en zone APAC.

Pour la mise en œuvre de cette approche et dans l'objectif de rester comparable entre les différentes entreprises, nous avons retenu l'EBIT ajusté comme agrégat de référence tel que défini dans l'analyse financière (cf. §4.1). Pour mémoire, la Société raisonne en terme d'EBIT ajusté dans ses communiqués de presse et présente cet agrégat dans ses rapports annuels.

L'application de la norme IFRS15 par certains comparables peut entraîner un biais dans la comparaison des marges. Ainsi, nous présentons les marges d'EBIT ajusté par référence au chiffre d'affaires brut et au chiffre d'affaires net sur l'exercice 2023. En l'absence de précisions des analystes, les données prospectives ne sont en revanche présentées que par référence au chiffre d'affaires net.

Tableau 15 - Taux de marge d'EBIT ajusté des sociétés comparables (historique et prospectif)

Sociétés comparables	Pays	EBIT ajusté / CA brut (2023)	EBIT ajusté / CA net (2023)	Croissance du CA		EBIT ajusté / CA net	
				2024e	2025e	2024e	2025e
Exclusive Networks SA	France	3,6 %	11,9 %	4,1 %	14,8 %	12,5 %	12,1 %
ALSO Holding AG	Suisse	1,8 %	2,1 %	1,5 %	47,2 %	2,1 %	2,0 %
Arrow Electronics, Inc.	États-Unis	4,9 %	4,9 %	(16,4)%	2,1 %	3,6 %	4,0 %
TD SYNnex Corporation	États-Unis	2,9 %	2,9 %	0,9 %	5,6 %	2,8 %	2,8 %
Redington Limited	Inde	2,0 %	2,0 %	9,8 %	10,3 %	1,8 %	1,9 %
SeSa S.p.A.	Italie	n.a	5,6 %	6,2 %	6,7 %	5,7 %	5,6 %
Médiane - VAD		2,4 %	2,9 %	1,5 %	6,7 %	2,8 %	2,8 %
Bechtle AG	Allemagne	5,1 %	6,2 %	(0,4)%	5,3 %	5,8 %	5,9 %
Crayon Group Holding ASA	Norvège	1,4 %	10,9 %	12,0 %	16,6 %	14,5 %	16,7 %
SoftwareONE Holding AG	Suisse	n.a	19,7 %	2,0 %	4,6 %	16,5 %	19,0 %
Médiane - VAR		3,3 %	10,9 %	2,0 %	5,3 %	14,5 %	16,7 %
Médiane - VAD & VAR		2,4 %	5,3 %	1,7 %	6,1 %	4,7 %	4,8 %

Sources : Capital IQ au 31 décembre 2024, comptes des sociétés comparables, analyses Finexsi

Note : les marges sont calendarisées au 31 décembre, les données prospectives d'Exclusive Networks proviennent des consensus des analystes

Sous réserve des limites exposées ci-dessus, l'analyse historique fait apparaître des taux de marge (EBIT ajusté en pourcentage du chiffre d'affaires brut et net), en moyenne supérieurs pour Exclusive Networks par rapport à l'ensemble des sociétés cotées VAD. Ceci s'explique par le fait que ces dernières soient des *broadliners* ou des acteurs régionaux qui ne sont pas spécialisés dans les produits de cybersécurité. D'une manière générale, concernant l'analyse sur les années 2024E et 2025E, les sociétés de l'échantillon VAD présentent des taux de marge d'EBIT ajusté en fonction du chiffre d'affaires net inférieurs à ceux d'Exclusive Networks.

Nous avons également réalisé les ajustements relatifs aux dettes locatives (IFRS 16 et ASC 842 - US GAAP) dans les passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres des sociétés comparables.

Les multiples d'EBIT ajusté 2024E et 2025E des sociétés de l'échantillon se présentent comme suit :

Tableau 16 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Sociétés comparables	Pays	CA (mEUR)	VE* (mEUR)	xEBIT ajusté	
				2024e	2025e
ALSO Holding AG	Suisse	9 960	2 786	12,3x	9,0x
Arrow Electronics, Inc.	États-Unis	29 952	9 228	9,5x	8,5x
TD SYNEX Corporation	États-Unis	52 773	12 897	8,2x	7,8x
Redington Limited	Inde	9 953	1 722	8,9x	7,5x
SeSa S.p.A.	Italie	3 188	1 395	7,5x	7,1x
Médiane - VAD				8,9x	7,8x
Bechtle AG	Allemagne	6 423	4 240	11,4x	10,6x
Crayon Group Holding ASA	Norvège	571	1 047	11,8x	8,8x
SoftwareONE Holding AG	Suisse	1 087	1 623	9,0x	7,4x
Médiane - VAR				11,4x	8,8x
Médiane - VAD & VAR				9,2x	8,2x

Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

* Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 31/12/2024

Source : Capital IQ

Nous avons appliqué les multiples médians 2024E et 2025E de l'échantillon de comparables VAD & VAR aux agrégats des mêmes années issues du plan d'affaires d'Exclusive Networks. Il est précisé que nous retenons les multiples médians dans l'objectif d'éviter les distorsions liées aux valeurs extrêmes. Néanmoins, l'application des multiples moyens n'aurait pas d'incidence significative sur les résultats de cette approche.

L'application des multiples médians d'EBIT ajusté aux agrégats 2024E et 2025E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 10,21 € et 10,66 €. Le prix de l'Offre retraité de la Distribution Exceptionnelle de 18,96 € extériorise des primes de 85,6 % et 77,8% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette.

Pour mémoire, le 24 octobre 2024, Ingram Micro, un distributeur à valeur ajoutée généraliste et international, est entré en bourse à New York au prix de 22\$. L'introduction étant trop récente, nous n'avons pas retenu cette société au sein de notre échantillon. Néanmoins, à titre informatif, les multiples d'EBIT ajusté extériorisés par Ingram Micro sont respectivement de 7,6x et 6,9x en 2024E et 2025E, soit inférieurs à la médiane de l'échantillon VAD.

6.4.6 Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions identifiées.

Nous avons examiné les transactions réalisées au cours des cinq dernières années sur des sociétés de VAD et de VAR (échantillon élargi comme dans les comparables boursiers), portant sur des participations majoritaires (supérieure à 50%).

Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables en termes de taille, de positionnement dans la chaîne de distribution (notamment pour les VAR), de mix produits et de mix géographique. Par conséquent, cette approche est présentée à titre indicatif.

Nous avons identifié les 6 transactions suivantes pour lesquelles des informations étaient disponibles.

Les transactions retenues sont les suivantes :

- L'acquisition de 100% du capital de DataSolutions Holdings Limited par Climb Global Solutions, le 9 octobre 2023. DataSolutions Holdings Limited est un *Value-Added Distributor* (VAD) spécialisé dans la vente de solutions informatiques et technologiques en lien avec des problématiques cloud, de cybersécurité, de virtualisation ou de technologies de réseau. Son activité est principalement située en Irlande et au Royaume-Uni. En 2023, la société a publié un chiffre d'affaires d'environ de 120,8 M€¹⁹ ;
- La finalisation de la fusion entre SYNEX Corporation et Tech Data Corporation pour la création de l'entité TD SYNEX, le 1er septembre 2021. TD SYNEX est un distributeur implanté dans plus de 100 pays pour offrir des solutions et produits en lien avec tout l'écosystème technologique (ordinateurs, serveurs, impression, logiciels, réseaux, mobilité et IoT, etc.) et provenant de plus de 1.500 fournisseurs de technologies à destination des consommateurs et des collectivités. En 2021, la société Tech Data a réalisé un chiffre d'affaires de 30,7Mds€²⁰ ;
- L'acquisition de 100% du capital de Ingram Micro par Platinum Equity, le 7 juillet 2021. Ingram Micro-Holding Corporation offre des services et solutions technologiques à ses partenaires vendeurs, revendeurs et détaillants dans le monde entier, notamment à travers sa plateforme Ingram Micro Xvantage pour la gestion des services cloud et des abonnements. En 2020, la société a publié un chiffre d'affaires de 41,6 Mds€²¹ ;
- L'acquisition de 100% du capital de CDF Group par Climb Global Solutions (précédemment appelé Wayside Technology), le 9 novembre 2020. CDF est principalement présent sur le marché sous deux marques : Grey Matter, qui est un revendeur à valeur ajoutée (VAR) fournissant des services cloud, logiciels et techniques ; et Sigma Software Distribution, qui fournit des produits logiciels innovants aux VAR dans toute la région EMEA. En 2020, la société a publié un chiffre d'affaires de 64,2 Mds€²² ;
- L'acquisition de 100% du capital de GTI Software & Networking S.A. par Esprinet, le 1^{er} octobre 2020. GTI Software est une entreprise qui opère dans le secteur de la distribution de solutions *Cloud* et de logiciels pour les revendeurs à valeur ajoutée (VARs) et les intégrateurs de systèmes en Espagne et au Portugal. Elle propose des produits technologiques pour les entreprises et les particuliers, ainsi que des solutions *Cloud*, notamment en productivité, sécurité et stockage et couvrant divers besoins informatiques. En 2019, la société a publié un chiffre d'affaires de 179,9 M€ ;

¹⁹ Taux de change USD / EUR de 0,89 (au 30/06/2020, date de clôture de la transaction).

²⁰ Taux de change USD / EUR de 0,84 (au 01/09/2021, date de clôture de la transaction).

²¹ Taux de change USD / EUR de 0,85 (au 07/07/2021, date de clôture de la transaction).

²² Taux de change GBP / EUR de 1,11 (au 06/11/2020, date de clôture de la transaction).

- L'acquisition de 100% du capital de Tech Data Corporation, par Apollo Global Management, le 30 juin 2020. Tech Data Corporation distribue des produits, des services et des solutions dans le domaine des technologies de l'information. En 2019, la société a publié un chiffre d'affaires de 33,1 Mds€²³.

Tableau 17 - Transactions comparables retenues sur les cinq dernières années

Date	Cible	Acquéreur	% capital acquis	VE (m€)	xEBIT ajusté
Oct-23	Data Solutions Ltd	Climb Global Solutions, Inc.	100%	13,4	4,3x
Sep-21	Tech Data Corporation	Synnex Corporation	100%	6 074,6	11,8x
Jul-21	Ingram Micro Holding Corporation	Platinum Equity, LLC	100%	5 400,5	6,6x
Nov-20	CDF Group Ltd	Climb Global Solutions, Inc.	100%	13,8	12,0x
Oct-20	GTI Software & Networking, S.A	Esprinet Ibérica, S.L.U.	100%	43,6	13,3x
Jun-20	Tech Data Corporation	Apollo Global Management, Inc.	100%	5 074,2	7,7x
Médiane					9,8x

Source : Mergermarket, Capital IQ, Epsilon, communiqués de presses, comptes des sociétés, analyses Finexsi

Comme pour les comparables boursiers, nous avons considéré les multiples d'EBIT ajusté afin de mettre en œuvre l'approche par les transactions comparables. Cependant, en raison de limitations d'information disponible pour certaines transactions, les ajustements²⁴ n'ont pas pu être réalisés de manière homogène. Ainsi, les agrégats ajustés obtenus ne s'alignent pas parfaitement avec ceux d'Exclusive Networks, justifiant le caractère indicatif de cette méthode.

L'analyse de l'échantillon révèle des multiples hétérogènes, reflétant des différences structurelles en termes de profils d'activité et de marges entre les sociétés cibles. Cette hétérogénéité nous a conduits à privilégier l'utilisation des multiples médians d'EBIT ajusté, que nous avons appliqué à l'EBIT ajusté d'Exclusive Networks aux 31 décembre 2023 réel et 31 décembre 2024 (prévisionnels de l'exercice en cours).

L'application des multiples médians aux EBIT ajustés fait ressortir une fourchette de valeurs par action comprise entre 8,5 € et 11,5 €, faisant ressortir une prime comprise entre 123,9% (borne basse) et 65,5% (borne haute) par rapport au prix d'Offre.

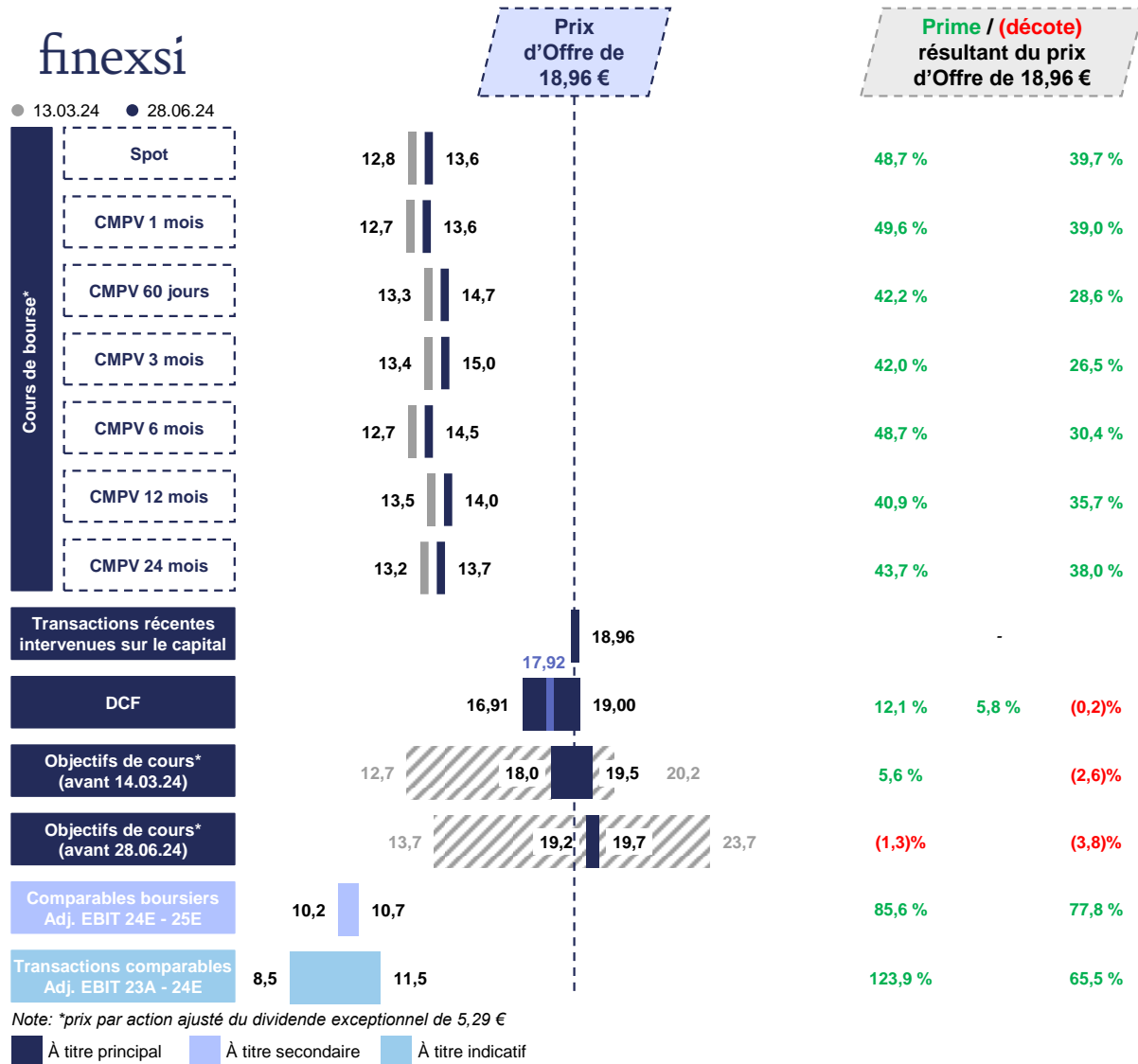
²³ Taux de change USD / EUR de 0,89 (au 30/06/2019, date de clôture de la transaction)

²⁴ i.e. coûts relatifs aux paiements en actions, dépréciation des actifs intangibles relatifs aux acquisitions etc.

7 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre, soit 18,96 € par action fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes de références retenues :

Figure 17 - Synthèse des valeurs par action Exclusive Networks



Source : analyses Finexsi

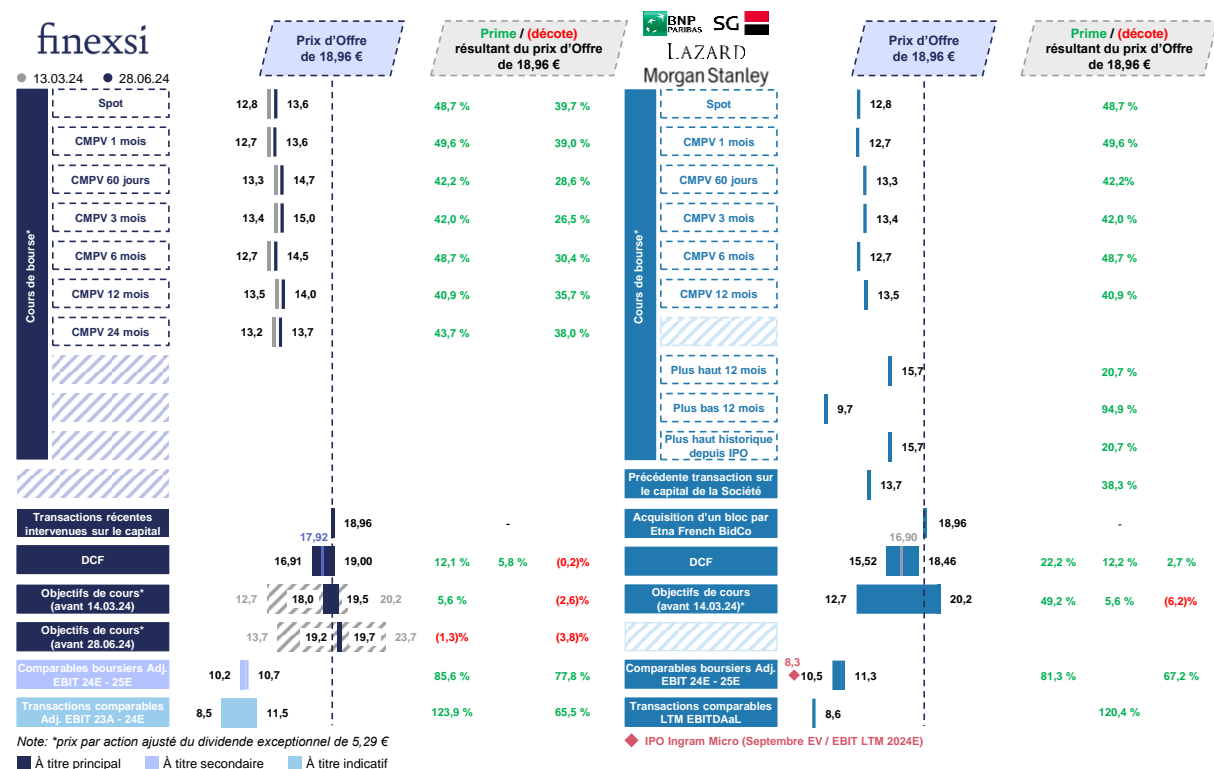
8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

Les Établissements Présentateurs, BNP Paribas, Lazard Frères Banque, Morgan Stanley et Société Générale, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Établissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 18 - Comparaison des travaux de valorisation de Finexsi et des Établissements Présentateurs



Sources : analyses Finexsi, projet de note d'information

8.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation d'Exclusive Networks, les Établissements Présentateurs et Finexsi ont retenu les mêmes méthodes et références de valorisation, à l'exception de la référence au prix payé pour l'acquisition d'une participation de 3,7% à HTIVB retenue par les Établissements Présentateurs. Nous n'avons pas retenu cette transaction, considérant que les cessions préalables à l'Offre constituaient la référence de transaction la plus récente.

L'ensemble des méthodes de valorisation mises en œuvre par les Établissements Présentateurs sont présentées au même niveau de hiérarchie, *i.e.* toutes sont considérées à titre principal. Finexsi a pour sa part retenu l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, le cours de bourse, la référence à l'acquisition d'un bloc majoritaire par l'Initiateur à titre principal, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes. La méthode des comparables boursiers a été retenue à titre

secondaire. Enfin, compte tenu des limites de pertinence précédemment évoquées, la méthode des transactions comparables est présentée à titre indicatif.

En outre, les Établissements Présentateurs ont, tout comme Finexsi, écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes futurs.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

8.2.1 Données de références

Nombre d'actions retenu

Les nombres d'actions retenus par les Etablissements Présentateurs et Finexsi sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons basé nos analyses sur les derniers comptes publiés, soit au 30 juin 2024. Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été ajusté de la Distribution Exceptionnelle et s'élève ainsi à 1.038 M€.

Les Établissements Présentateurs présentent un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024 de 1.001 M€, intégrant une estimation des flux de trésorerie pour le second semestre 2024.

Le principal écart entre ces deux passages de valeur provient de la prise en compte des flux de trésorerie projetés pour le second semestre 2024 estimé par les Établissements Présentateurs.

8.2.2 Analyse du cours de bourse

Pour le calcul des CMPV, les Établissements Présentateurs ont réalisé leurs analyses en date du 13 mars 2024, correspondant au dernier jour de cotation avant rumeur liée à l'Opération (*spot* à 12 mois). De son côté, Finexsi a effectué l'analyse à partir de deux dates (avec pour chacun l'examen de période comprise entre le *spot* et 24 mois) :

- Le 13 mars 2024, comme les Établissements Présentateurs ;
- Le 28 juin 2024, considérée comme la dernière date non impactée par des rumeurs d'acquisition, avant la confirmation d'Exclusive Networks de la réception d'une indication non contraignante de la part du *Consortium* le 9 juillet 2024 avant l'ouverture de la Bourse.

Il convient également de noter que les Établissements Présentateurs et Finexsi ont présenté les CMPV d'Exclusive Networks en tenant compte de l'impact de la distribution exceptionnelle pour un montant de 5,29 € par action.

L'analyse des CMPV au 13 mars 2024 ne montre pas d'écart entre les valeurs calculées par les Établissements Présentateurs et celles de Finexsi.

8.2.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

8.2.3.1 Concernant les prévisions considérées

Finexsi, tout comme les Établissements Présentateurs, a basé ses travaux sur le plan d'affaires 2024B-2028E établi par le *management* d'Exclusive Networks et extrapolé ce plan d'affaires du *management* sur une période de 3 années supplémentaires.

En cohérence avec la date de détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (30 juin 2024), Finexsi a choisi d'utiliser comme premier flux du DCF celui du second semestre 2024, tandis que les Établissements Présentateurs ont retenu comme premier flux celui de l'année 2025, le flux du second semestre 2024 étant intégré dans le calcul du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Concernant les éléments d'ajustement réalisés sur le plan d'affaires du *management*, le principal écart est le suivant :

- Pour les plans d'intéressement en actions (*share-based payments*), les Établissements Présentateurs prennent l'hypothèse que la Société va introduire de nouveaux plans à partir de 2025E, en considérant une période d'acquisition de deux ans (considéré comme un élément de trésorerie à la fin de la seconde année), dont les coûts sont estimés à 1,0% de la marge nette jusqu'en 2031E. Finexsi se limite à l'impact des plans d'attribution d'actions gratuites existants jusqu'en 2026, inclus dans le nombre d'actions dilué, sans modéliser de nouveaux plans au-delà.

Concernant les hypothèses financières

Les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de croissance à l'infini de 2,25%, contre 2,35% retenu par Finexsi.

Concernant le flux normatif :

- Les Etablissements Présentateurs et Finexsi se positionnent en 2031, soit à l'horizon de la période d'extrapolation du plan d'affaires du *management* (3 années supplémentaires retenues dans les deux cas) ;
- Les Établissements Présentateurs retiennent les mêmes hypothèses que Finexsi en ce qui concerne (i) le taux de marge nette en pourcentage de chiffre d'affaires brut (soit 7,5%), (ii) le niveau normatif de l'EBIT ajusté (42,0% de la marge nette), (iii) les autres éléments non courants (1% de la marge nette), et (iv) le taux d'impôts sur les sociétés ;
- Concernant la variation de BFR, Finexsi et les Etablissements Présentateurs maintiennent les hypothèses de la dernière année du plan d'affaires. En revanche, les Etablissements Présentateurs retiennent la variation de BFR globale (en pourcentage de la variation du chiffre d'affaires), tandis que Finexsi retient le ratio de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Concernant le niveau d'investissement normatif, Finexsi et les Etablissements prennent en compte une hypothèse cohérente par rapport à la dernière année du plan d'affaires ;
- Concernant la rémunération en actions, les Établissements Présentateurs retiennent 1% de la marge nette en valeur terminale, tandis que Finexsi ne tient pas en compte de ces charges sur la période d'extrapolation ni dans le flux normatif.

Analyse du calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Concernant le taux d'actualisation, les Établissements Présentateurs et Finexsi retiennent un coût moyen pondéré du capital (CMPC) estimé respectivement à 9,78% et 9,64%. Les sources d'écarts principales sont les suivantes :

- Des sources et des durées de référence différentes pour le taux sans risque et la prime de risque : les Etablissements Présentateurs utilisent la moyenne 24 mois issue de Bloomberg et

Finexsi se réfère aux données au 31 décembre 2024 issue de la Banque de France (taux sans risque) et de son modèle interne (prime de risque) ;

- Le coût de la dette avant impôt est retenu par référence au coût actuel de refinancement de la Société (estimé à 6,7% par les Etablissements Présentateurs et calculé à 6,5% par Finexsi au 31 décembre 2024) ;
- Prise en compte primes spécifiques (taille et risque pays) par Finexsi à hauteur de 0,6% et 1,0% respectivement afin de tenir compte (i) de la différence de taille d'Exclusive Networks par rapport aux comparables retenus pour la détermination de bêta et (ii) du risque opérationnel dans certaines zones géographiques où opère la Société.

8.2.3.2 Analyse des sensibilités et résultats

Les Établissements Présentateurs et Finexsi ont analysé la sensibilité de la valeur par action Exclusive Networks à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation.

Finexsi a également analysé la sensibilité de l'action Exclusive Networks à une variation combinée du taux de marge d'EBIT ajusté normatif (en % de la marge nette) et du taux d'actualisation.

La valeur par action Exclusive Networks retenue par les Établissements Présentateurs s'établit entre 15,5 € et 18,5 €, avec une valeur centrale de 16,9 €.

Pour Finexsi, la valeur par action Exclusive Networks s'établit entre 16,91 € et 19,00 €, avec une valeur centrale de 17,92 €.

8.2.4 Objectif de cours des analystes

Les Établissements Présentateurs ont retenu 8 analystes financiers (JP Morgan, Kepler Cheuvreux, Stifel, Société Générale/Bernstein, Morgan Stanley, Oddo BHF, Citi et Redburn Atlantic) ayant publié des objectifs de cours avant l'apparition des premières rumeurs (soit avant le 14 mars 2024). La moyenne, la médiane, la valeur minimum et maximum des objectifs publiés avant les rumeurs (soit jusqu'au 13 mars 2024) ajustées de la Distribution Exceptionnelle, ressort ainsi à 18,0 €, 19,5 €, 12,7 € et 20,2 € respectivement, soit identiques aux valeurs retenues par Finexsi à cette même date.

Finexsi a retenu les mêmes analystes que les Etablissements Présentateurs en présentant également les objectifs publiés au 28 juin 2024 (à cette date, un analyste complémentaire – Bryan Garnier – a publié une note d'initiation). Au 28 juin 2024, la moyenne, la médiane, la valeur minimum et maximum des objectifs publiés ajustés de la Distribution Exceptionnelle, ressort ainsi à 19,2 €, 19,7 €, 13,7 € et 23,7 € respectivement.

8.2.5 Méthode des comparables boursiers

Les Établissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de cinq distributeurs à valeur ajoutée à l'instar d'Exclusive Networks, à savoir TD SYNEX, Arrow Electronics, ALSO Holding, SeSa et Redington.

En complément des sociétés précédemment mentionnées, Finexsi a également complété l'échantillon de 3 revendeurs à valeur ajoutée afin de tenir compte (i) du profil spécifique

d'Exclusive Networks que (ii) de son positionnement hybride. Ces acteurs supplémentaires sont Bechtle, Crayon Group Holding et SoftwareONE Holding.

Finexsi et les Établissements Présentateurs retiennent l'EBIT ajusté comme agrégat de référence pour l'application des multiples.

Les Établissements Présentateurs et Finexsi ont appliqué les multiples médians aux agrégats 2024E-2025E de la Société. La valeur par action Exclusive Networks issue de la mise en œuvre de cette méthode par les Établissements Présentateurs se situe entre 10,5 € et 11,3 €, extériorisant une prime de 67,2% pour la borne haute et de 81,3% pour la borne basse par rapport sur le prix d'Offre. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 10,2 € et 10,7 € par action d'Exclusive Networks, faisant apparaître des primes de 85,6% et 77,8% par rapport aux bornes inférieures et supérieures de la fourchette mentionnée.

8.2.6 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Établissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de 5 transactions intervenues entre 2016 et 2021, dont les cibles sont les suivantes : Ingram Micro (février 2016), Westcon-Comstor (Amérique) (juin 2017), Tech Data (novembre 2019), Ingram Micro (décembre 2020) et Tech Data (mars 2021).

Les transactions ciblant Ingram Micro et Westcon-Comstor (Amérique), respectivement intervenues en 2016 et 2017 sont jugées comme trop anciennes, et dépassent la limite d'ancienneté de cinq ans définie par Finexsi ; elles ne sont donc pas retenues dans notre échantillon. À l'exception de ces dernières, Finexsi a retenu les mêmes transactions. En complément, Finexsi a intégré trois transactions incluant également des opérations liées aux VARs, en cohérence avec la sélection des comparables boursiers, dont les cibles sont : Data Solutions (octobre 2023), CDF Group (novembre 2020) et GTI Software & Networking (octobre 2020).

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples d'EBITDAaL LTM²⁵ de l'échantillon à l'EBITDA ajusté LTM au 30 juin 2024 de la Société. Il faut également noter que le montant de dette nette ajustée pris en compte exclue le montant de trésorerie générée sur le deuxième semestre 2024. La valeur par action Exclusive Networks extériorisée par les Établissements Présentateurs est alors de 8,60 €, extériorisant une prime de 120,4% sur le prix d'Offre après distribution.

Finexsi a appliqué les multiples d'EBIT médians des transactions sélectionnées, ajustés le cas échéant, des éléments non récurrents en s'appuyant sur les informations publiques disponibles. Ces ajustements visent à assurer une comparabilité avec les agrégats ajustés d'Exclusive Networks. Les multiples ainsi obtenus ont été appliqués à l'EBIT ajusté de la Société au 31 décembre 2023 réel et au 31 décembre 2024 prospectif (mise à jour de *reforecast* du *management*), aboutissant à une fourchette de valeurs comprises entre 8,5 € et 11,5 € par action Exclusive Networks. Le prix de l'Offre extériorise ainsi une prime de 123,9% par rapport à la borne basse et de 65,5% par rapport à la borne haute.

²⁵ LTM signifie *Last Twelve Months*.

9 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Accord de *Consortium* et d'Investissement ;
2. Accords d'Acquisitions et d'Apports ;
3. Pacte d'Actionnaires ;
4. Accords de Liquidité ;
5. Engagements des dirigeants et salariés.

9.1 Accord de Consortium et d'Investissement

Le 23 juillet 2024, un Accord de *Consortium* et d'Investissement a été conclu entre CD&R, Everest HoldCo, le Fondateur et les sociétés intermédiaires (à savoir Etna UK Topco, Etna UK Midco, Etna French Topco, Etna French Midco), d'une part, et l'Initiateur d'autre part, par la suite amendé le 2 août 2024, les 20 novembre 2024 et 17 décembre 2024. L'Accord de *Consortium* et d'Investissement a pour objet d'organiser la mise en œuvre des Acquisitions et des Apports, les principaux termes et conditions de l'Offre, ainsi que les obligations respectives des parties à l'accord en lien avec l'Opération.

Le financement des Acquisitions et de l'Offre, ainsi que les frais de transaction seront intégralement réalisés par de la dette et des fonds propres résultant de contributions en numéraire ou en nature, par les membres du *Consortium*.

Les contrats relatifs aux Acquisitions et aux Apports sont analysés ci-après (§9.2). L'analyse des autres éléments de l'Accord de *Consortium* et d'Investissement ne fait pas apparaître de disposition de nature à réserver un avantage financier particulier à certains actionnaires, ou qui pourrait être assimilé à un complément de prix. Ces autres éléments ne sont donc pas susceptibles d'avoir une incidence sur le prix d'Offre ou sur l'équité de l'Opération d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires d'Exclusive Networks.

9.2 Accords d'Acquisitions et d'Apports

Le 23 juillet 2024, Etna French Bidco a conclu un contrat de cession d'actions avec Everest UK HoldCo et le Fondateur en vertu duquel Everest UK HoldCo s'engage à céder (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 25.501.852 actions qu'il détient (« **Acquisition Everest** ») et le Fondateur s'engage à céder (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 4.176.664 actions qu'il détient (« **Acquisition Fondateur** ») et ensemble avec l'Acquisition Everest, les « **Acquisitions** » au prix de l'Offre. Les contrats de cession ne prévoient

aucune clause d'ajustement ou complément de prix et nous nous sommes fait confirmer que de tels accords n'existaient pas.

Ces Acquisitions sont intervenues le 17 décembre 2024.

Par ailleurs, le 23 juillet 2024, deux contrats d'apport ont été conclus :

- Entre Etna UK Topco et Everest HoldCo, en vertu duquel ce dernier s'est engagé à apporter (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 27.007.522 actions détenues à Etna UK Topco, au prix de l'Offre et rémunérées en actions ordinaires émises par Etna UK Topco pour la même valeur (« **Apport Everest** »), et ;
- Entre Etna UK Midco et le Fondateur, en vertu duquel ce dernier s'est engagé à apporter (conformément aux termes d'un avenant en date du 17 décembre 2024) 4.423.262 actions à Etna UK Midco au prix de l'Offre et rémunéré en actions ordinaires émises par Etna UK Midco pour la même valeur (« **Apport Fondateur** »), et ensemble avec l'Apport Everest, les « **Apports** »).

Dans le cadre des Apports, la valeur d'apport des titres Exclusive Networks correspond strictement au prix d'Offre, soit 18,96 € par action Exclusive Networks.

En rémunération des Apports, les apporteurs recevront de la part des sociétés bénéficiaires un nombre d'actions ordinaires nouvellement émises, sur la base d'une parité d'échange tenant compte de la valeur réelle de l'action des sociétés bénéficiaires.

Nous relevons que :

- Les valeurs des apports et les prix des cessions des actions Exclusive Networks à Etna French Bidco et aux sociétés intermédiaires sont basés sur une valeur par action Exclusive Networks de 18,96 €, soit un montant strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ;
- La valeur de l'action des sociétés bénéficiaires retenue pour la rémunération des Apports correspond à sa valeur réelle, soit le montant souscrit en numéraire par les autres actionnaires (*i.e.* la valeur nominale des actions des sociétés bénéficiaires augmentée de la prime d'émission), étant précisé que les sociétés bénéficiaires ont été créées pour les besoins de l'Opération et n'ont pas d'activité à date.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de dispositions susceptibles de procurer un avantage financier particulier aux apporteurs dont les actions apportées sont valorisées au prix d'Offre.

9.3 Pacte d'Actionnaires

En vertu de l'Accord de *Consortium* et d'Investissement, le *Consortium* s'est engagé à signer un pacte d'actionnaires respectant les termes et conditions énoncés dans le *Term Sheet* annexé à l'Accord de *Consortium* et d'Investissement.

Le *Term Sheet* contient des dispositions usuelles relatives (*i*) à la gouvernance d'Etna UK Midco, (*ii*) au transfert de titres et (*iii*) aux clauses de sortie. Nous n'identifions pas de disposition qui pourrait être assimilée à un complément prix au bénéfice d'actionnaire actuel de la Société.

À la date du dépôt du projet de note d'information, le Pacte d'Actionnaires n'a pas été signé et nous nous sommes fait confirmer que le Pacte d'Actionnaires qui sera signé, ne comportera pas de disposition réservant des droits pécuniaires particuliers au bénéfice des actionnaires actuels.

9.4 Accord de Liquidité

Comme précisé au §1.1, l'Offre vise la totalité des actions de la Société, à l'exception de celles auto-détenues. Les actions gratuites (i) dont l'acquisition définitive reste sous réserve de la satisfaction de certaines conditions de performance et/ou de présence (les « **AGA** »), et (ii) des actions gratuites détenues par le Directeur général de la Société, dont il est tenu d'en conserver un certain nombre jusqu'à la cessation de ces fonctions (ensemble les « **Actions Couvertes** »). Les actions gratuites en cours d'acquisition sont issues des plans d'attributions d'actions gratuites mis en place en 2023 et 2024 au bénéfice de certains membres du personnel salarié et/ou mandataires sociaux du Groupe.

L'échéance des AGA, quel que soit le plan dont elles sont issues, est postérieure à la clôture de l'Offre.

Les AGA n'étant pas visées par l'Offre et une partie des actions détenues par le directeur général de la Société ne pouvant pas être apportées, il est prévu qu'un mécanisme de liquidité soit mis en place²⁶ afin d'assurer leur liquidité au terme de la période d'acquisition.

Ce mécanisme de liquidité se présente sous la forme de promesses croisées de vente et d'achat consenties respectivement par les titulaires d'actions Exclusive Networks concernés au bénéfice de l'Initiateur, et par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'actions Exclusive Networks concernés. À ce jour, aucun titulaire des Actions Couvertes n'a conclu avec l'Initiateur des promesses de vente et d'achat portant sur leurs Actions Couvertes, ce qui nous a été formellement confirmé.

Ces promesses sont exerçables :

- En cas de Retrait Obligatoire, de retrait de la cote, ou de changement de contrôle (« **Évènement d'Achat** » ou « **Évènement de Vente** ») ;
- En cas de liquidité insuffisante sur le marché (si la Société reste cotée) pour l'Option d'Achat (incluse dans « **Évènement d'Achat** ») et en cas de l'absence d'exercice par l'Initiateur de son Option d'Achat pendant la Période d'Exercice de l'Option d'Achat pour l'Option de Vente (incluse dans « **Évènement de Vente** »).

Le prix d'exercice correspondra au prix par action, résultant de l'évaluation effectuée à la valeur de marché par un expert sur la base des derniers comptes consolidés de la Société, relatifs à l'exercice clos au 31 décembre de l'année précédant la fin de la Période d'Interdiction Applicable. Par exception, pour l'Option d'Achat, les Actions Couvertes dont la période d'acquisition arrivera à expiration en 2025, pourraient être acquises à un prix d'exercice égal au prix de l'Offre.

En cas de changement de contrôle, le Prix d'Exercice sera déterminé en cohérence avec le prix des titres concernés par l'opération de changement de contrôle.

La mise en œuvre des Options d'Achat ou de Vente est encadrée par un calendrier précis. Ainsi, la notification du Prix d'Exercice sera transmise par l'Initiateur dans un délai de cinq jours ouvrables suivant la réception des conclusions de l'Expert. De plus, la période durant laquelle les Actions Couvertes restent indisponibles en raison de contraintes réglementaires ou fiscales, définie comme la « **Période d'Interdiction Applicable** », varie en fonction des plans d'actions gratuites et peut expirer à des dates différentes pour les Actions Couvertes d'un même plan.

²⁶ *Liquidity Agreement*, version du 9 janvier 2025

Enfin, la Période d'Exercice de l'Option d'Achat varie selon la nature de l'Évènement d'Achat : en cas de changement de contrôle, elle s'étend sur quatre mois à compter de la réalisation de l'évènement ; pour d'autres cas, une durée de 4 mois est prévue, débutant le premier jour ouvrable suivant la date la plus tardive entre (i) le dernier jour de l'expiration de la Période d'Interdiction Applicable, et (ii) la délivrance de la Notification du Prix d'Exercice. Quant à l'Option de Vente, sa période d'exercice commence à partir du premier jour ouvrable après l'expiration de celle de l'Option d'Achat, et se termine le 10 décembre de l'année durant laquelle cette dernière période a expiré.

À ce stade, nous n'avons pas identifié de mécanisme qui pourrait s'analyser comme un complément de prix ou qui serait de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre, dès lors que selon le cas le prix de rachat sera fixé soit à dire d'expert (cas général), soit à la valeur de transaction constatée (en cas de changement de contrôle), soit correspondra au prix de l'Offre (cas des Actions Couvertes arrivant à expiration en 2025). Dans les deux premiers cas, les titulaires sont pleinement exposés au risque d'actionnaire sans garantie particulière, et dans le 3^e cas le traitement est similaire à celui de l'Offre. En complément, nous nous sommes fait confirmer qu'aucun titulaire des Actions Couvertes n'a, à la date des présentes, conclu avec l'Initiateur des promesses de vente et d'achat portant sur leurs Actions Couvertes, ces promesses ayant vocation à être conclues postérieurement à l'ouverture de l'Offre.

9.5 Engagements des dirigeants et salariés

« Il a été proposé à certains dirigeants et salariés de signer un engagement unilatéral vis-à-vis de l'Initiateur de conclure un traité d'apport de leurs Actions à UK Midco, au Prix de l'Offre, en contrepartie d'actions ordinaires émis par UK Midco valorisées en cohérence avec le Prix de l'Offre. »

Conformément à ces engagements unilatéraux, les dirigeants et salariés ré investisseurs signeront un pacte d'actionnaires détaillant les termes et conditions habituels, incluant des clauses d'indisponibilité (*lock-up*), de sortie conjointe (*drag-along* et *tag-along*) et de départ (*leaver provisions*), au plus tard à la date de mise en œuvre de leur apport.

Ces apports, s'ils sont mis en œuvre, seront réalisés au prix d'Offre et ne sont donc pas de nature à mettre en cause le caractère équitable de l'Offre, comme cela est exposé ci-dessus.

10 Conclusion

En ce qui concerne l'actionnaire d'Exclusive Networks

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée est proposée à l'ensemble des actionnaires d'Exclusive Networks au prix de 18,96 € par action et serait éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire avec une indemnité égale au prix de l'Offre.

Elle est proposée au même prix que l'acquisition de blocs globalement représentatifs du contrôle (66,66% du capital de la Société).

Le prix d'Offre se situe dans le haut de fourchette de la valeur intrinsèque de la Société issue du DCF, basé sur un plan d'affaires traduisant les ambitions fortes du *management* et son potentiel de développement. Il donne ainsi la pleine valeur de l'action aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires d'Exclusive Networks qui le souhaitent, avec des primes comprises entre 39,7% et 48,7% sur le dernier cours de bourse précédant les rumeurs de l'Opération (respectivement aux 28 juin 2024 et 13 mars 2024), et des primes de 28,6% et 42,2% par rapport au cours de bourse moyen 60 jours aux mêmes dates.

Nous observons que la référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant annonce de l'Opération fait pour sa part ressortir une décote limitée, entre 1,3% et 3,8%. En se positionnant avant le 14 mars 2024, date de la première rumeur, la médiane des objectifs de cours des analystes faisait ressortir une décote de 2,6%, quand la moyenne présentait une prime de 5,6% par rapport au prix d'Offre.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 77,8% et 85,6% sur la fourchette de valeurs extérieures.

A titre informatif, nous notons que le prix d'Offre fait ressortir une prime sur la valeur extérieurement par la méthode des transactions comparables, comprise entre 65,5% et 123,9%

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) l'Accord de *Consortium* et d'Investissement, (ii) les accords d'Acquisitions et d'Apports, (iii) le Pacte d'actionnaires, (iv) les Accords de liquidité, et (v) les engagements des dirigeants et salariés n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre, soit 18,96 € par action, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Exclusive Networks. Cette conclusion vaut également pour l'indemnité du même montant qui serait appliqué dans le cas où le retrait obligatoire interviendrait à la suite de l'Offre.

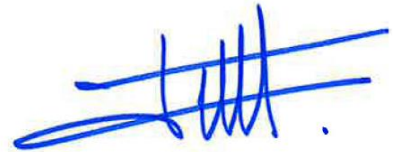
Fait à Paris, le 15 janvier 2025

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Adeline BURNAND

Director



Christophe LAMBERT

Partner

11 Annexes

11.1 Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi - Expert & Conseil Financier (Finexsi) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de Commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet Finexsi est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
août-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat	-
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat	-
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-24	Esker SA	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat	Deutsche Bank
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire	TPICAP MIDCAP

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Finexsi - Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Finexsi - Expert & Conseil Financier applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 330 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- Prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- Identification des risques et orientation de la mission ;
- Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
- Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles.
- Examen de la performance financière historique d'Exclusive Networks ;
- Analyse des risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- Détermination et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère d'Exclusive Networks, qui comprend notamment :
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget et du plan d'affaires avec le management d'Exclusive Networks, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie (« *Discounted cash flows* » ou « DCF ») ;
 - Prise de connaissance de *reforecast* 2024 ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions récentes sur la base des données publiques disponibles ;
 - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre Exclusive Networks ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers.
- Examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- Analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les Établissements Présentateurs de l'Offre ;

- Analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- Restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de nos travaux ;
- Revue indépendante ;
- Établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration d'Exclusive Networks, exposant les travaux d'évaluation des actions Exclusive Networks et notre opinion quant au caractère équitable du prix de l'Offre.

Calendrier de l'étude

3 juin 2024	Désignation de Finexsi comme Expert indépendant par le Comité <i>ad hoc</i> d'Exclusive Networks
20 juin 2024	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
21 juin 2024	Première réunion de travail avec le management d'Exclusive Networks portant sur la stratégie de Groupe, son activité et son plan d'affaires
24 juin 2024	Deuxième réunion de travail avec le management d'Exclusive Networks portant sur la stratégie de Groupe, son activité et son plan d'affaires
1^{er} juillet 2024	Échange avec Permira portant sur sa vision stratégique d'Exclusive Networks ainsi que son rationnel sur l'Opération
5 juillet 2024	Echange avec Lazard sur les éléments de valorisation
9 juillet 2024	Point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
19 juillet 2024	Point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
22 juillet 2024	Point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
Début octobre 2024	Echanges avec la direction financière de la Société sur les comptes semestriels 2024
28 octobre 2024	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs sur les éléments de valorisation
30 octobre 2024	Point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
4 novembre 2024	Réunion avec la Direction financière de la Société sur les résultats T34
5 décembre 2024	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs sur le projet de note d'information et leurs travaux de valorisation

13 décembre 2024	Réunion de travail avec les Conseils juridiques sur la revue des accords connexes
16 décembre 2024	Point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
9-14 janvier 2025	Revue qualité
14 janvier 2025	Réception des lettres d'affirmation signées par Exclusive Networks et par l'Initiateur
15 janvier 2025	Présentation de notre rapport au Comité <i>ad hoc</i>
15 janvier 2025	Remise de notre Attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Exclusive Networks

- Monsieur Jesper TROLLE, Président Directeur Général
- Madame Nathalie BÜHNMANN, Directrice Financière
- Monsieur Jean-Philippe CARBONEL, Directeur Juridique
- Madame Vanessa BRAJTMAN, *Vice President Group Accounting*
- Madame Sandrine BORY, *Managing Counsel Securities, Corporate & Governance*

Comité *ad hoc*

- Madame Barbara THORALFSSON, Administrateur indépendant
- Madame Nathalie LOMON, Administrateur indépendant
- Madame Marie-Pierre de BAILLIENCOURT, Administrateur indépendant

Lazard Frères Banque, Établissement Présentateur

- Monsieur Bertrand MOULET, *Managing Director*
- Monsieur Maxime NORDIN, *Vice President*
- Monsieur Alexandre SPAETH, *Associate*
- Monsieur Thomas GALLOIS, *Analyst*

BNP Paribas, Établissement Présentateur

- Monsieur Olivier RINAUDO, *Managing Director*
- Monsieur Benjamin ROMEU, *Analyst*

Morgan Stanley, Établissement Présentateur

- Monsieur Victor MOLHO, *Executive Director*
- Monsieur Clément CARLES, *Executive Director*

Société Générale, Établissement Présentateur

- Monsieur Nils MENGIN, *Vice President*
- Monsieur Benoit VIAL, *Analyst*

Clifford Chance, Conseil juridique d'Exclusive Networks

- Madame Aline CARDIN, *Partner*
- Monsieur Fabrice COHEN, *Partner*
- Monsieur Benjamin SAADA, *Collaborateur*

Bredin Prat, Conseil juridique de l'Initiateur

- Monsieur Olivier ASSANT et Madame Karine ANGEL, *Associés*
- Madame Aude PIANET, *Collaboratrice*
- Monsieur Nicolas GUICHOT-PERERE, *Collaborateur*

Kirkland & Ellis, Conseil juridique de l'Initiateur

- Monsieur Louis GOSSET, *Partner*
- Monsieur François CAPOUL, *Associate*

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « *Corporate* », comptable et financière d'Exclusive Networks ;

- Plan d'affaires 2024E-2028E de la Société ;
- *Reforecast* 2024 ;
- Études de marché ;
- Notes d'analystes suivant le titre Exclusive Networks ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2023 et 2024 ;
- Rapport d'évaluation préparé par les Établissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information et de note en réponse.

Informations de marché :

- Communication financière d'Exclusive Networks entre 2019 et 2024 ;
- Communication relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers et transactionnels, consensus de marché : Capital IQ et MergerMarket, rapports financiers des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Banque de France, Fond Monétaire International, Kroll, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi, Statista et Canalys.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Christophe LAMBERT (*Partner*) et Madame Adeline BURNAND (*Director*), ont notamment été assistés de Madame Muge BULUS (*Senior Associate*), Monsieur Saliou SYLLA (*Associate*) et Madame Juliette RICHARD (*Analyst*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, *Partner* du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion du *Partner* signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec le *Partner* signataire.

11.2 Lettre de mission



FINEXSI
A l'attention de Monsieur Christophe
LAMBERT
14, rue de Bassano
75116 PARIS

12 décembre 2024

Cher Monsieur,

Exclusive Networks SA (ci-après « Exclusive Networks » ou la « Société ») est un spécialiste mondial des technologies, produits et solutions de cybersécurité. Il se positionne en tant qu'intermédiaire entre les fournisseurs de technologies de cybersécurité et les revendeurs, en utilisant son vaste réseau pour faciliter la commercialisation et la distribution de ces produits sur le marché.

La Société est détenue à 57,28 % par Everest UK Holdco Limited, une entité contrôlée par Permira Limited.

Le 17 mai 2024, Exclusive Networks a reçu une offre non-liante de la part de Clayton Dubilier & Rice (« CD&R ») indiquant son intérêt d'acquérir une participation de contrôle de la Société. Dans ce cadre, un comité ad hoc a été constitué par le conseil d'administration d'Exclusive Networks (le « Comité ad hoc ») avec pour mission, notamment, de faire une recommandation sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux. Dans ce contexte, le conseil d'administration de la Société vous a désigné le 3 juin 2024.

Le 12 juin 2024, CD&R, s'associant avec Permira Advisers LLP (« Permira ») réitère son intention et propose un prix d'offre de 24,0€ par action. Cette lettre est suivie d'une lettre non-engageante en date du 8 juillet 2024, qui précise la structuration envisagée avec notamment (i) le rachat de bloc d'Everest UK HoldCo (fonds contrôlé par Permira) et du fondateur par un véhicule d'investissement dédié, qui serait contrôlé conjointement par CD&R et Everest UK HoldCo (le « Consortium ») et (ii) le dépôt auprès de l'AMF d'un projet d'offre publique d'achat, initié par le véhicule d'investissement et portant sur l'intégralité du capital et des droits de vote de la Société suivie d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions sont remplies. Le 22 juillet 2024, la Société a reçu une offre engageante de la part de CD&R au prix d'offre de 24,25 € par action (ci-après l'« Offre »).

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

EXCLUSIVE NETWORKS SA
Société anonyme au capital de 7 333 622,88 euros.
Siège social : 20, Quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France
839 082 450 RCS Nanterre



Nous précisons que le Conseil d'Administration de la Société, lors de sa réunion en date du 9 juillet 2024, a décidé d'étendre votre mission d'expert indépendant à l'analyse de la distribution extraordinaire prélevée sur les primes et réserves distribuables, prévue dans le cadre de l'Offre (la « Distribution Exceptionnelle »).

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission d'attestation d'équité

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Exclusive Networks qui sera proposé aux actionnaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au Conseil d'Administration d'Exclusive Networks d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

- 1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;*
- 2. Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance*
- 4. Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.*

II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3. »

EXCLUSIVE NETWORKS SA
Société anonyme au capital de 7 333 622,88 euros.
Siège social : 20, Quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France
839 082 450 RCS Nanterre



Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira en principe dans le calendrier prévisionnel concernant l'Offre, sous réserve de modifications envisagées par l'Initiateur :

Juin 2024 :	Début de la Mission
Semaine du 22 juillet 2024 :	Remise de votre rapport sur les conditions financières de la Distribution Exceptionnelle
Semaine du 16 décembre 2024 :	Distribution Exceptionnelle ;
Mi-décembre 2024 :	Dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF Remise de votre projet de rapport d'attestation d'équité finalisé au comité <i>ad hoc</i> ;
Mi- janvier 2025 :	Remise de votre rapport d'attestation d'équité définitif ; Conseil d'Administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre ; Dépôt du projet de note en réponse d'Exclusive Networks.
Semaine du 10 février 2025 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

EXCLUSIVE NETWORKS SA
Société anonyme au capital de 7 333 622,88 euros.
Siège social : 20, Quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France
839 082 450 RCS Nanterre



Diligences à effectuer

Les diligences relatives qui seront mis en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement générale précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Jesper Trolle
Directeur Général et administrateur

EXCLUSIVE NETWORKS SA
Société anonyme au capital de 7 333 622,88 euros.
Siège social : 20, Quai du Point du Jour, 92100 Boulogne-Billancourt, France
839 082 450 RCS Nanterre